

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



El *Informe Anual* del Banco de España constituye el principal instrumento del que dispone la institución para contribuir a la difusión de sus análisis acerca de nuestra economía¹. En el capítulo introductorio del Informe se proporciona la visión del Banco sobre la evolución más reciente, se subrayan los retos a los que se enfrenta la economía y se exploran posibles vías para abordarlos. El Informe contiene además tres capítulos temáticos, que tratan —respectivamente— el estudio de los factores que subyacen al dilatado período actual de reducida inflación no solo en España, sino también en el conjunto del área del euro, las consideraciones acerca del diseño de la política monetaria a largo plazo tras la experiencia adquirida con la crisis y las consecuencias económicas de los profundos cambios demográficos a los que nuestro país se está enfrentando.

La economía española se enfrenta desde el inicio de 2018 a un entorno internacional más adverso, en el que destaca la incertidumbre generada por las tensiones comerciales

El contexto económico internacional se tornó en 2018 más desfavorable, con una desaceleración de la actividad económica mundial que fue particularmente intensa en relación con los intercambios comerciales. Diversos factores explican este deterioro, entre los que destacan el impacto de los conflictos comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China, y las incertidumbres ligadas al desenlace del *brexit*.

Asimismo, en ese entorno, la economía china evidenció las dificultades que supone gestionar ordenadamente el impacto sobre la actividad de su necesario proceso de desendeudamiento. Por su parte, algunas de las economías emergentes que presentan mayores desequilibrios, como Argentina y Turquía, se vieron particularmente

¹ Como tal, el *Informe Anual* complementa otras publicaciones económicas regulares del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera*, en el que se analizan semestralmente los riesgos específicos del sistema financiero español y se explica la política macroprudencial de la institución, o el *Boletín Económico*, en el que se presentan trimestralmente la evolución de la economía española, dentro del contexto internacional y del área del euro, y las proyecciones para los próximos años. Por su parte, también con carácter anual, el Banco de España publica sus *Cuentas Anuales*, así como el *Informe Institucional*, que ofrece a los ciudadanos una visión de la organización y de sus funciones, y un resumen de las actividades más relevantes que se han realizado a lo largo del año. Esta información se complementa con la publicación de memorias específicas sobre las actividades de supervisión bancaria, las reclamaciones o la vigilancia de las infraestructuras de mercado, entre otras.

afectadas por el endurecimiento de las condiciones financieras globales asociado al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

La economía del área del euro moderó su crecimiento de forma significativa, y el BCE mantuvo una política monetaria muy acomodaticia

Dado su elevado grado de apertura exterior, el incremento de la incertidumbre y la desaceleración de la actividad y el comercio mundiales se han hecho sentir especialmente en el área del euro, que moderó su crecimiento de manera significativa en 2018. La economía del área del euro se vio afectada, además, por diversas perturbaciones idiosincrásicas negativas, que fueron particularmente intensas en Italia, como resultado de la incertidumbre sobre el curso de sus políticas económicas, y en Alemania, donde se concentraron en algunos sectores clave de su estructura productiva, como el del automóvil.

En este contexto, caracterizado también por niveles reducidos de la inflación subyacente, el Banco Central Europeo (BCE) continuó instrumentando una política monetaria muy expansiva. Así, aunque puso fin a las compras netas de activos en diciembre, comunicó su intención de mantener los tipos de interés en los niveles históricamente reducidos actuales hasta al menos finales de 2019, y de seguir reinvertiendo los activos acumulados en su balance durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés. Además, anunció una nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo (TLTRO). Como resultado, los mercados financieros esperan el mantenimiento de tipos de interés reducidos durante un tiempo extenso.

Las perspectivas de crecimiento mundiales y europeas se encuentran sujetas a riesgos a la baja, que, en el caso de la UEM, exigen una acción decidida para reforzar la arquitectura institucional

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento mundiales y europeas siguen sujetas a importantes riesgos a la baja, entre los que destaca el impacto para la economía mundial de la potencial proliferación de medidas proteccionistas, a los que se unen las vulnerabilidades de algunas economías emergentes, en particular, dada su importancia, las de la economía china, y los elevados niveles de endeudamiento a escala global.

Más allá de los efectos derivados de la eventual materialización de estos riesgos, las economías europeas mantienen también importantes elementos idiosincrásicos

de vulnerabilidad: la incertidumbre sobre el *brexit*, los elevados niveles de endeudamiento en algunos países, la debilidad de determinadas entidades bancarias, las perspectivas demográficas y los bajos niveles de productividad, entre otros.

Afrontar estos retos de la economía europea requiere una acción decidida por parte de las autoridades nacionales para aumentar el potencial de crecimiento y reducir las vulnerabilidades. También exige reconocer que la arquitectura institucional y regulatoria de la Unión Económica y Monetaria (UEM) sigue incompleta, a pesar de las reformas acordadas en los últimos años, y que es preciso culminar su revisión para evitar que la moneda única siga encontrándose expuesta a tensiones en caso de que se materialicen perturbaciones de elevado calibre. Tres son los ámbitos en los que la necesidad de actuar es más perentoria. En primer lugar, a la Unión Bancaria continúa faltándole un pilar muy importante para su culminación, como es la creación de un sistema común de garantía de depósitos. En segundo lugar, es preciso dar un nuevo impulso a la integración de los mercados de capitales, área en la que los progresos siguen siendo lentos. Por último, la capacidad de aseguramiento mutuo se vería fortalecida si se aprobara la creación de un instrumento de estabilización cíclica, propuesta que aún no ha concitado un grado de consenso suficiente.

Los bancos centrales en general, y el BCE en particular, se enfrentan a múltiples dificultades, entre las que destacan la persistencia de una inflación reducida y la proximidad de los tipos de interés a sus límites efectivos inferiores, que pueden exigir una revisión de sus estrategias de actuación

Por otra parte, las economías desarrolladas —en particular, dentro de ellas, el área del euro— se han visto inmersas en un período prolongado de reducida inflación. Esta situación obedece, en parte, al elevado grado de holgura cíclica al que dio lugar la profunda recesión. Además, la prolongación del período de menor dinamismo de los precios habría contribuido a reforzar su persistencia, al presionar a la baja las expectativas de inflación de los agentes.

A ello cabría añadir los efectos de algunos factores estructurales, como el envejecimiento de la población, la globalización o la generalización de las nuevas tecnologías, y —en el área del euro— el impacto de las reformas y de los procesos de ajuste competitivo acometidos en algunos países a raíz de la crisis. Más recientemente, se ha observado, en la UEM y en otras zonas,

un repunte de los crecimientos salariales que, de momento, no se ha trasladado a los precios. De cara al futuro, constituye una incógnita en qué medida esa transmisión tendrá lugar o si, por el contrario, el impacto de los mayores costes laborales tenderá a verse absorbido, como en los últimos trimestres, por una compresión de los márgenes empresariales.

Por otra parte, la proximidad de los tipos de interés a sus límites efectivos inferiores estrecha el margen de maniobra que tienen los bancos centrales para reaccionar ante futuras recesiones, lo que ha abierto un debate acerca de posibles vías para paliar esta limitación. En concreto, recientemente se ha planteado el recurso a alternativas como la elevación del objetivo numérico de inflación o la fijación de una meta relativa al nivel de precios, aunque tales posibilidades no están exentas de costes y de inconvenientes. Además, los bancos centrales tendrán que evaluar si es conveniente que sus balances mantengan el elevado tamaño actual o si, por el contrario, es preferible que este tienda a aproximarse hacia el que era habitual antes de la crisis, cuestión que, más allá de sus aspectos operativos, no solo resulta relevante a efectos de la eficacia de la propia política monetaria, sino que también puede tener consecuencias para la estabilidad del conjunto del sector financiero.

**En este contexto exterior,
la economía española mantuvo
un comportamiento favorable
en 2018**

Con el trasfondo de este entorno exterior poco propicio, la economía española experimentó una ligera desaceleración, pero mostró un elevado grado de resistencia en comparación con otros países de nuestro entorno. Como resultado, se prolongó, por quinto año consecutivo, la recuperación de la actividad y se mantuvo la intensidad de la creación de empleo, lo que contribuyó a una nueva reducción de la tasa de paro.

Detrás de esta evolución favorable se encuentra el elevado dinamismo de la demanda interna, que ayudó a contrapesar la notable pérdida de empuje de las exportaciones. En concreto, el comportamiento expansivo de las rentas de hogares y de empresas, la mejora de su posición patrimonial (fundamentalmente, como consecuencia de la continuación del proceso de desendeudamiento) y la disponibilidad de financiación en condiciones muy favorables constituyeron elementos de soporte del consumo y de la inversión privados.

No obstante, la fortaleza de la demanda interna se vio alentada por otros elementos menos positivos, en la medida en que dan lugar a posibles fuentes de vulnerabilidad para el futuro. Por un lado, la política presupuestaria mantuvo un tono expansivo, que favoreció, en particular, el crecimiento de las rentas de las familias. Por otro, se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro de estos agentes, hasta alcanzar un mínimo histórico.

La expansión de la economía se asienta en la corrección de algunos desequilibrios, como el desendeudamiento del sector privado y la mejora de la competitividad

Desde una perspectiva temporal más amplia, el balance de los años transcurridos desde el inicio de la fase expansiva merece, a grandes rasgos, una valoración positiva. El último quinquenio se ha caracterizado por crecimientos elevados de la actividad y del empleo, que han superado con claridad a los observados en el área del euro. Además, la recuperación ha permitido y, en paralelo, se ha sustentado en la corrección de algunos de los desequilibrios que se acumularon en la etapa expansiva anterior.

En particular, la actual fase alcista del ciclo es deudora de la significativa reducción del endeudamiento de hogares y de empresas, la profunda reestructuración experimentada por el sistema financiero y la recuperación de la competitividad externa, que ha posibilitado la sucesión de superávits externos. Este último desarrollo, que contrasta con lo observado en nuestro país en pasadas fases alcistas del ciclo, ha hecho posible que comience a reducirse la deuda neta contraída frente al resto del mundo.

La notable mejora registrada por la competitividad exterior ha alentado el dinamismo de las exportaciones, lo que ha permitido que su participación en el producto de la economía haya experimentado un notable incremento, rasgo destacado, junto con el aumento del peso de la inversión en equipo, de los cambios operados en la estructura productiva de la economía a lo largo de los últimos años.

La economía se encuentra sujeta a diferentes retos y vulnerabilidades, que conviene afrontar con prontitud

A pesar de estos desarrollos, la economía se enfrenta a importantes retos y vulnerabilidades, que exigen ser afrontados para favorecer un crecimiento sostenible y equilibrado. La lista de desafíos —que, aunque no sea

exhaustiva, recoge los más importantes— incluye la reducción del elevado endeudamiento público y exterior y de la alta tasa de paro, el aumento de la productividad, la necesidad de encarar las consecuencias del progresivo envejecimiento de la población y el reforzamiento del sistema bancario.

Además, concurren circunstancias que subrayan la necesidad de abordar estos retos con urgencia. Por un lado, resulta crucial aprovechar el entorno económico todavía favorable para acelerar las reformas necesarias. Los potenciales costes transitorios que, en ocasiones, tienen algunas de las reformas estructurales se pueden afrontar en mejores condiciones en escenarios económicos benignos. Asimismo, el efecto de alguna de estas reformas es precisamente el de hacer más resistente la economía ante un escenario adverso. Por otro lado, como ya se ha apuntado, debe tenerse en cuenta que el escenario internacional se caracteriza, más allá de la ralentización ya observada de la actividad y del comercio mundiales, por la presencia de diversas fuentes de riesgo cuya hipotética materialización frenaría la expansión y cuyos efectos podrían verse amplificados por la existencia de los elementos de fragilidad de nuestra economía. En contraste, las iniciativas de política económica llevadas a cabo en los años más recientes para afrontar estos retos han sido muy escasas.

La actual fase expansiva debería ser aprovechada para impulsar una mejora de las cuentas públicas

Entre las dificultades pendientes de afrontar destaca la ausencia de una corrección significativa en el componente estructural del déficit público durante los últimos años. En concreto, aunque a lo largo de la recuperación se ha observado una reducción en el déficit de las Administraciones Públicas, esta ha obedecido fundamentalmente a la propia bonanza de la actividad y al descenso de los tipos de interés, sin que se haya producido una mejora genuina en el saldo estructural, que permanece en niveles muy elevados. Como consecuencia, apenas ha descendido la ratio de deuda pública desde el pico alcanzado en 2014, de modo que, al final del primer trimestre de este año, esta suponía algo más del 98 % del PIB.

El mantenimiento de niveles tan altos de endeudamiento público restringe significativamente el margen de actuación de la política fiscal ante un eventual escenario recesivo, por lo que el proceso de consolidación presupuestaria constituye una tarea que debe ser prioritaria.

La corrección del endeudamiento externo de la economía exige mantener las ganancias de competitividad acumuladas

A pesar de la notable corrección acumulada hasta la fecha, el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta se sitúa muy por encima de la observada en otras economías de nuestro entorno. Además, el endeudamiento bruto de la nación se encuentra solo ligeramente por debajo del máximo observado durante la crisis.

Continuar con la reducción del endeudamiento frente al resto del mundo exige la consecución de superávits exteriores de manera sostenida en el tiempo, lo que, a su vez, demanda el logro de ganancias adicionales de competitividad, que, a diferencia de lo observado en la parte transcurrida de la recuperación (basada en la moderación de los costes laborales y financieros), en adelante deberían descansar, en mayor medida, en aumentos de la productividad.

Extender los beneficios de la recuperación a toda la sociedad requiere políticas que potencien la creación de empleo y su calidad, y fomenten la productividad

Además, en un contexto en el que la desigualdad aumentó durante la crisis, debe constituir un objetivo prioritario de política económica conseguir que los beneficios de la recuperación se hagan extensivos a capas de la sociedad tan amplias como sea posible. Ello requiere, entre otras acciones, el logro de aumentos adicionales de la ocupación y de una mejora de la calidad del empleo.

El mercado de trabajo español continúa presentando síntomas de un elevado grado de disfuncionalidad, el principal de los cuales viene dado por la persistencia de un paro muy elevado. Es cierto que la tasa de desempleo ha experimentado una reducción muy significativa desde el inicio de la recuperación, pero aun así sigue siendo muy alta. Este es, particularmente, el caso de algunos colectivos concretos, como el de los trabajadores más jóvenes y el de aquellos con menores niveles de cualificación, grupos poblacionales en los que se concentra, en gran medida, el paro de larga duración. Adicionalmente, la calidad de los empleos existentes, con tasas de temporalidad y de parcialidad no deseada muy elevadas, admite márgenes de mejora significativos.

Dado este diagnóstico, los remedios pasan por la reducción del desajuste entre las cualificaciones de los parados y las solicitadas por los empleadores, lo que requiere una mejora del capital humano del colectivo de desempleados de menor formación, con el fin de facilitar su reinserción en el mercado laboral. Además, la necesidad de afrontar fenómenos como la globalización y la digitalización exige el replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo, así como del sistema de aprendizaje y del propio contenido del currículum educativo.

Por su parte, la disminución de la elevada temporalidad demanda la adopción de cambios regulatorios que mejoren el atractivo de la contratación indefinida. Asimismo, la negociación colectiva debe interiorizar la elevada dispersión que existe entre sectores y empresas en términos de productividad, a efectos de facilitar un mejor alineamiento entre esta última y las retribuciones salariales. Avanzar en estas dos dimensiones ayudaría a que las perturbaciones negativas no incidieran tan desproporcionadamente en el empleo como ha venido sucediendo históricamente en la economía española.

La mejora de los niveles de bienestar de la ciudadanía depende, además, de forma crucial, del aumento de los ritmos de avance de la productividad, que han sido muy pobres en la última década. De hecho, frente a la mera acumulación de factores de producción, el aumento de la productividad es el único mecanismo que puede generar un crecimiento económico sostenido y estable en el largo plazo. Resulta esencial, por tanto, acometer las reformas estructurales necesarias para mejorar la dinámica de esta variable. Entre otros aspectos, existe un margen amplio para acometer reformas que reduzcan la dualidad del mercado laboral, revisen aquellas regulaciones que frenan indebidamente la competencia sectorial y desincentivan o dificultan el crecimiento empresarial, mejoren la calidad de las instituciones y eliminen el déficit de capital humano y tecnológico. Al mismo tiempo, una revisión de la composición de los gastos y de los ingresos públicos para aumentar su eficiencia y, con carácter general, una evaluación periódica y sistemática de las políticas públicas podrían contribuir de forma decisiva a la mejora de la productividad.

El fenómeno del envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden

El fenómeno del envejecimiento poblacional que se está produciendo en las economías avanzadas comportará consecuencias muy profundas. Los efectos de esta evolución demográfica se harán

patentes en muchas áreas de la economía, al afectar a los patrones de consumo y de ahorro, generar una reducción de la fuerza laboral y, posiblemente, del ritmo de avance de la productividad, y, asimismo, poner a prueba la eficacia de las políticas de demanda para estabilizar la actividad.

Por ello, resulta importante enfatizar que afrontar el reto poblacional requiere la adopción de una estrategia multidisciplinar que, entre otros aspectos, incentive la participación de los trabajadores de más edad, acompase la política migratoria a las necesidades del mercado laboral y fomente la natalidad. En este escenario, las políticas educativas y de capacitación profesional resultan cruciales.

Además, el envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden para la sostenibilidad de nuestro sistema de bienestar social, dado que implica un aumento muy pronunciado del gasto público en determinadas partidas, que, de modo notable, comprenden el sistema público de pensiones. Las reformas aprobadas en 2011 y en 2013 incluyeron algunos elementos de ajuste que permitían contrarrestar de manera significativa el efecto del envejecimiento sobre el gasto público en pensiones a través, sobre todo, de una reducción también significativa de la tasa de sustitución. Las últimas medidas aprobadas han retrasado la aplicación del factor de sostenibilidad y han reintroducido, en los últimos años, la revalorización de las pensiones con el IPC. En este contexto, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema requerirá medidas adicionales. La trascendencia de esta cuestión subraya la necesidad de construir consensos amplios, sin demoras injustificadas, acerca de estas medidas que son necesarias para que nuestro sistema de pensiones preserve la sostenibilidad intertemporal y la equidad entre las distintas generaciones.

Se ha avanzado en el reforzamiento del sistema bancario, pero quedan importantes tareas pendientes

En 2018 prosiguió el reforzamiento de la situación financiera del sistema bancario, con una mejora importante de la calidad de la cartera de activos. El saneamiento de los balances se apoyó tanto en la continuación de la expansión cíclica como en las operaciones de transferencia y de venta de activos problemáticos llevadas a cabo por el sector. Todo ello redundó en la continuación de la recuperación de la rentabilidad de las entidades financieras.

No obstante, es necesario seguir abordando los considerables retos a los que todavía se enfrenta el sistema bancario, que en muchos casos son compartidos por otros sistemas bancarios europeos. En particular, la reducción adicional de los volúmenes de activos problemáticos y la continuación de la racionalización de los gastos de explotación son indispensables para el restablecimiento de cotas más elevadas de rentabilidad, que sigue en niveles reducidos en relación con el coste del capital que deben asumir estas entidades. Además, las entidades españolas deben reforzar su capital y los pasivos susceptibles de recapitalización interna para afrontar los retos regulatorios pendientes y mejorar su capacidad de resistencia frente a perturbaciones adversas.

Adicionalmente, las entidades deberán adaptarse a la nueva estructura sectorial que se está gestando, caracterizada por la participación de nuevos competidores, y al nuevo entorno tecnológico, en el que la digitalización de muchos servicios financieros plantea importantes riesgos y oportunidades para las instituciones de crédito, y pugnar por una mejora de su reputación, dañada en algunos aspectos tras la crisis.

La reciente creación de la AMCESFI y la ampliación del conjunto de herramientas macroprudenciales a disposición de las autoridades supervisoras sectoriales refuerzan la capacidad de prevención y de mitigación de los riesgos para la estabilidad financiera

Por otra parte, a principios de 2019 se creó la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) con el objetivo de potenciar la coordinación, el intercambio de información y el análisis de los riesgos para la estabilidad financiera entre el Ministerio de Economía y Empresa, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. En paralelo, se ha ampliado el conjunto de instrumentos a disposición de las autoridades sectoriales para aplicarlos sobre las entidades sujetas a su regulación. En particular, el

Banco de España queda facultado para exigir eventualmente a las entidades bancarias colchones anticíclicos de capital por segmentos de crédito, límites a la concentración frente a sectores de actividad económica y condiciones sobre la concesión de nuevos préstamos. Estos instrumentos se unen a los ya existentes (colchón de capital anticíclico y colchones de capital para entidades de importancia sistémica nacional y mundial, entre otros). Estos desarrollos deberían contribuir a

mejorar la capacidad de las autoridades tanto de identificación de los riesgos para la estabilidad financiera como de respuesta para mitigarlos.

En definitiva, la evolución positiva de la economía de los últimos años no puede hacernos olvidar los enormes retos que todavía se deben enfrentar. Solo afrontando estos retos de manera decisiva podremos dar un impulso adicional a la actual fase de recuperación, mejorar la capacidad de nuestra economía de hacer frente a escenarios negativos en el futuro y anticiparnos a las múltiples consecuencias del importante cambio demográfico que ha de encarar este país.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2018*, celebrada en la sucursal del Banco de España en Oviedo.

28 de mayo de 2019.

INFORME ANUAL 2018

Óscar Arce

Director General

28 de mayo de 2019



ÍNDICE

1. **Capítulo 1. La economía española ante el entorno global incierto: evolución reciente, perspectivas y retos**
2. **Capítulo 2. Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España**
3. **Capítulo 3. El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo**
4. **Capítulo 4. Consecuencias económicas de los cambios demográficos**



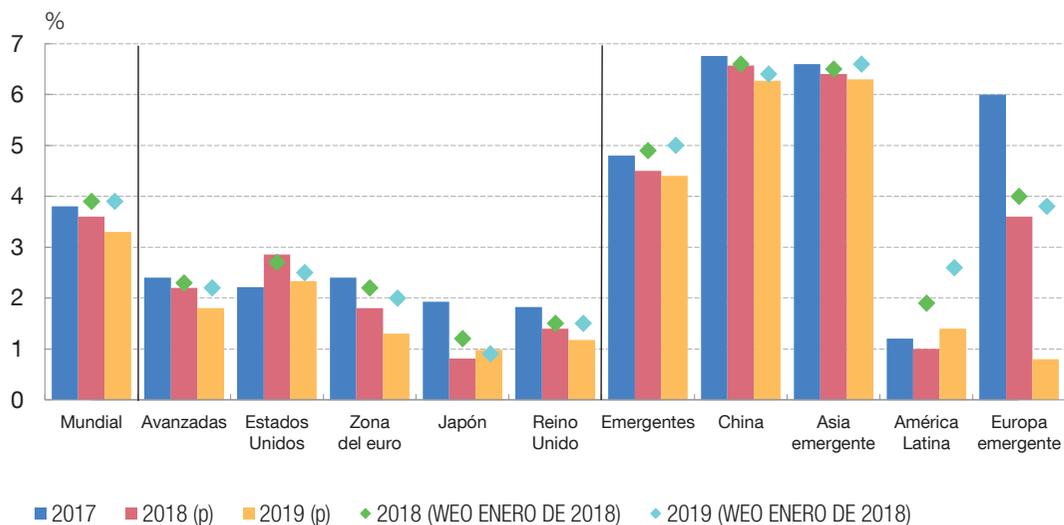
CAPÍTULO 1

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ENTORNO GLOBAL INCIERTO: EVOLUCIÓN RECIENTE, PERSPECTIVAS Y RETOS

EL DEBILITAMIENTO DEL CONTEXTO INTERNACIONAL

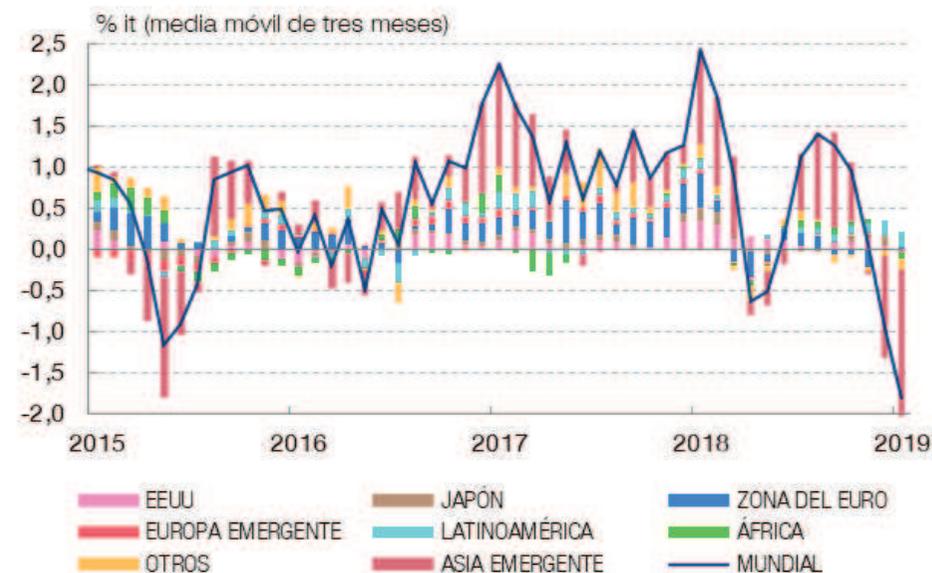
- El **crecimiento del PIB mundial se ha moderado desde inicios de 2018**, con distinta intensidad según las áreas geográficas (mayor en economías emergentes vulnerables y en el área del euro)
- La **ralentización ha sido más pronunciada en el caso del comercio**, hasta tasas negativas al cierre del año
- Causas principales: **tensionamiento de las condiciones financieras globales** y **conflictos comerciales**
- En **China**, la pugna comercial ha coincidido con el intento de lograr un desapalancamiento ordenado. Una desaceleración más intensa tendría un impacto global significativo, a través de los canales comercial, financiero y de los precios de las materias primas en los emergentes que las producen (recuadro 1.1).

CRECIMIENTO DEL PIB



FUENTES: FMI (WEO abril 2019, WEO enero 2018), estadísticas nacionales.

CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL. EVOLUCIÓN POR ÁREAS

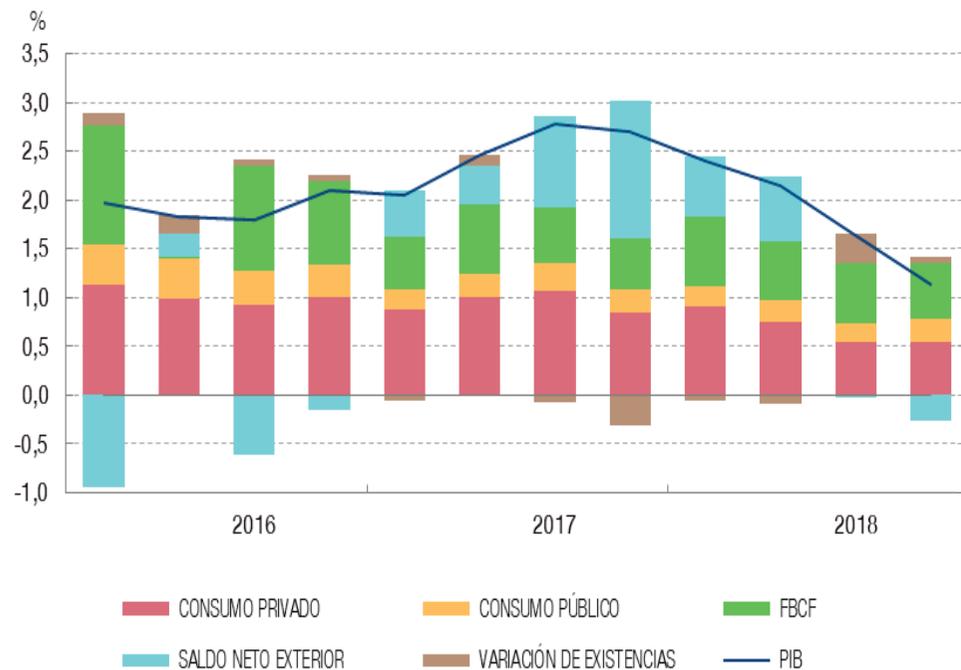


FUENTES: CPB, PIIE, US Census y FMI Dots.

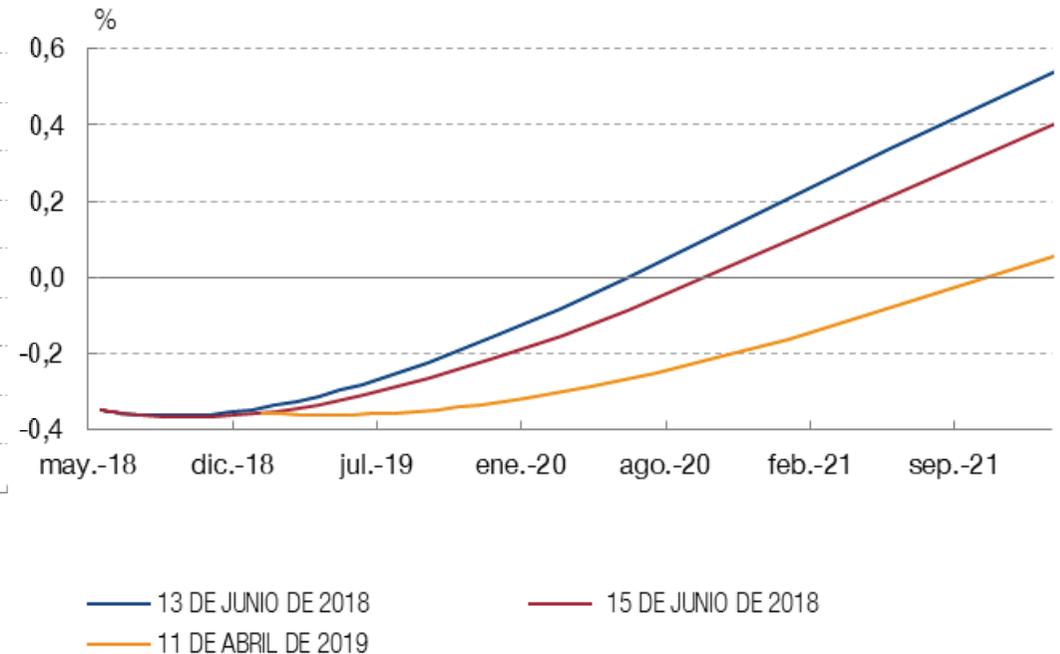
LA DESACELERACIÓN DEL ÁREA DEL EURO EN 2018

- La eurozona ha acusado especialmente el aumento de la incertidumbre y la desaceleración global: el crecimiento interanual se desaceleró desde el 2,7% a finales de 2017 hasta el 1,2% un año más tarde
- Las exportaciones del área del euro se han visto penalizadas por su elevado grado de apertura, su especialización geográfica y por productos y por la apreciación acumulada del euro.
- Además, se produjeron perturbaciones idiosincrásicas que afectaron a algunas economías (en especial Italia y Alemania)
- El BCE mantuvo una política monetaria muy acomodaticia, logrando que la curva de tipos de interés evolucionara en sintonía con sus indicaciones. La política fiscal mantuvo un tono neutral en 2018

ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



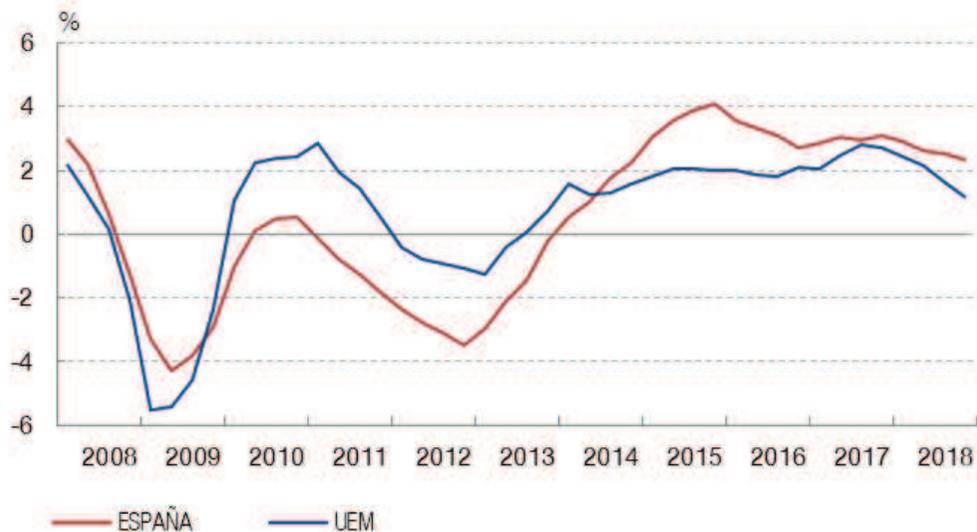
EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS A UN DÍA OIS FORWARD INSTANTÁNEO



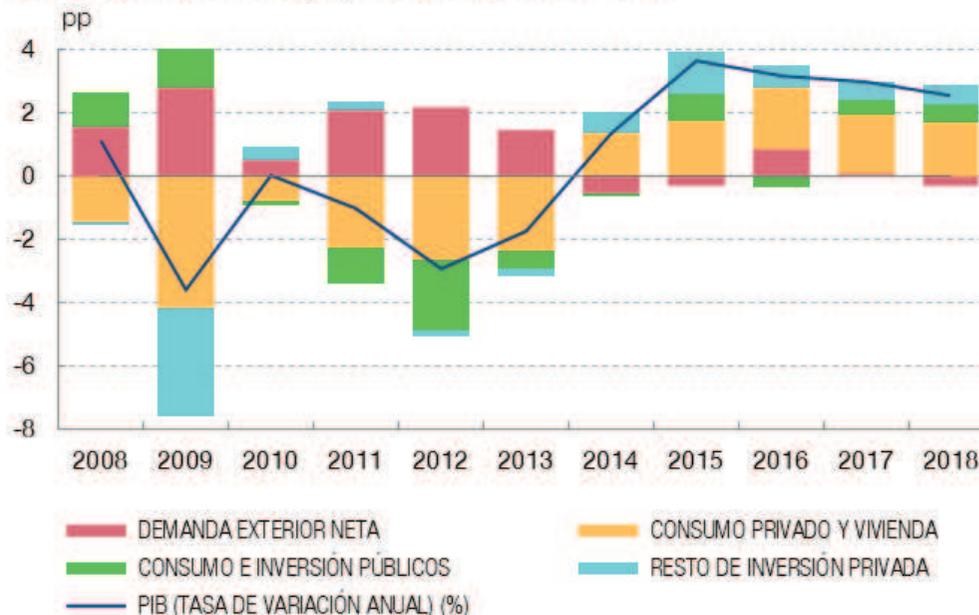
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA HA MANTENIDO UN CRECIMIENTO ROBUSTO

- El crecimiento del PIB en 2018, del 2,6%, fue 0,4 pp menor que el de 2017, pero 0,2 pp mayor que el previsto por el BdE un año antes (y superó, por quinto año consecutivo, al del área del euro)
- En todo caso, la composición fue muy distinta de la esperada:
 - Las exportaciones experimentaron, como en el AE, una notable desaceleración
 - La fortaleza de la demanda interna compensó con creces esa evolución

EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual en términos reales



PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



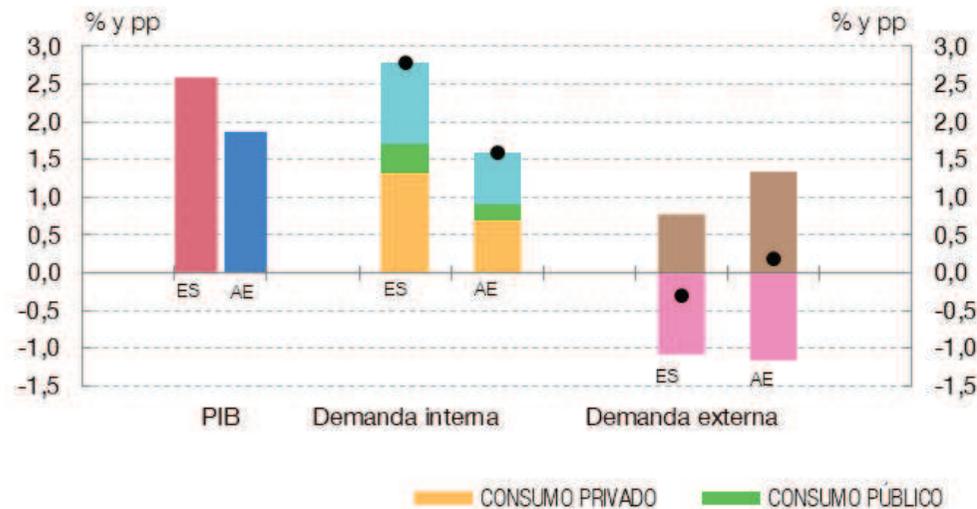
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

¿QUÉ EXPLICA LA ELEVADA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA?

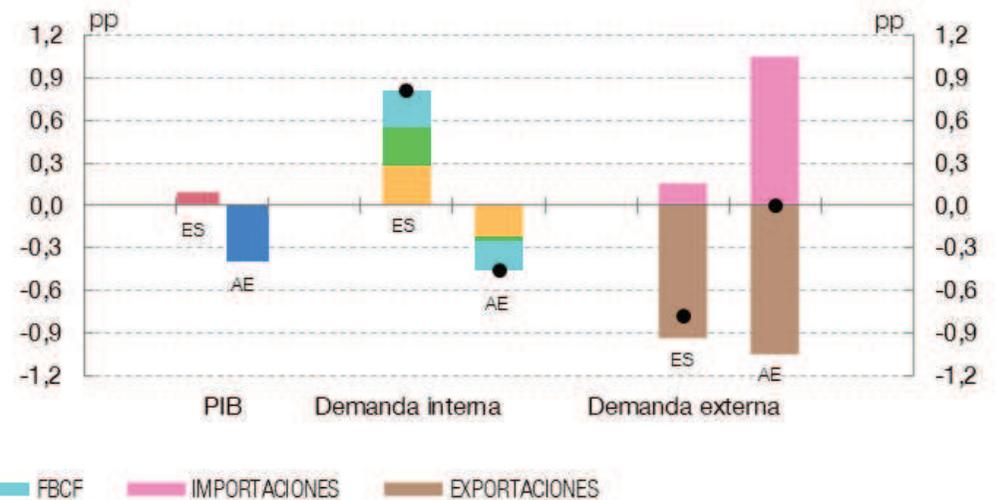
Factores que explican el mejor comportamiento relativo frente a la UEM (recuadro 1.2)

- ✗ Factores **comunes (ES y UEM)**: el empeoramiento de los mercados exteriores podría incluso haber restado algo más de PIB en España (-0,3 pp) que en los 3 mayores países del área del euro (-0,2 pp)
- ✓ Factores **idiosincrásicos**:
 - perturbaciones negativas en algunas economías del área del euro
 - el papel de la **política fiscal**: mayor consumo público de lo previsto y transferencias netas a hogares superiores a lo anticipado (entre 0,2-0,3 pp de PIB)
 - la **fortaleza del consumo privado**, tanto con cargo a rentas presentes (descenso de la **tasa de ahorro**) y **futuras (expansión del crédito)**: unos 0,3 pp de PIB

ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE): PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA EN 2018
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones



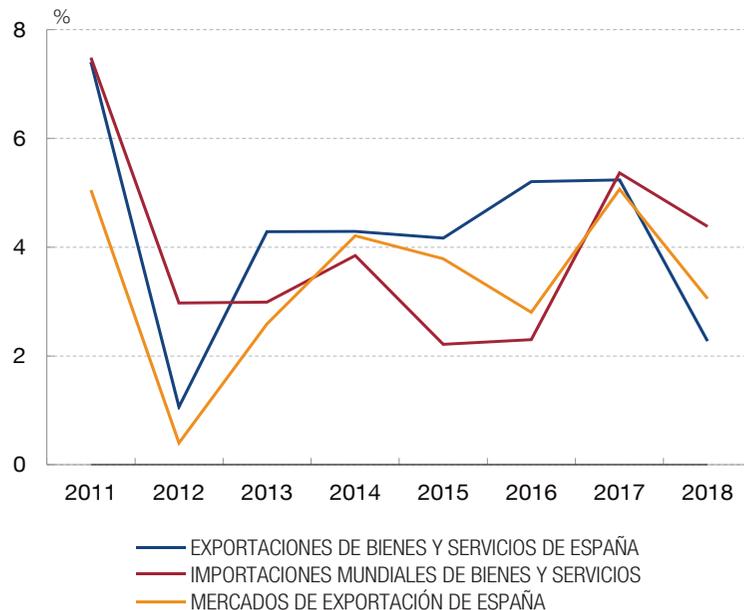
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE): DIFERENCIAS ENTRE EL PIB Y LOS COMPONENTES DE DEMANDA OBSERVADOS Y SUS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2017
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones



LA DESACELERACIÓN DE LAS EXPORTACIONES Y EL SUPERÁVIT EXTERNO

- La pérdida de vigor de las ventas al exterior se explica por:
 - La **ralentización de los mercados exteriores españoles**, mayor que la del comercio mundial
 - La **apreciación del euro (TCEN)** en 2017-2018, cuyo impacto ha podido verse reforzado por la especialización en bienes de contenido tecnológico medio-bajo (demanda más sensible al precio)
 - Esta evolución, junto con el encarecimiento del crudo, **está reduciendo el superávit exterior**
 - No obstante, **se mantienen ciertos elementos estructurales positivos**: mejora de competitividad-coste frente al conjunto del área del euro y ampliación de la base exportadora

EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES
Tasas de variación en términos reales



COSTES LABORALES UNITARIOS DE LA ECONOMÍA TOTAL RELATIVOS. ESPAÑA/UEM
Niveles relativos

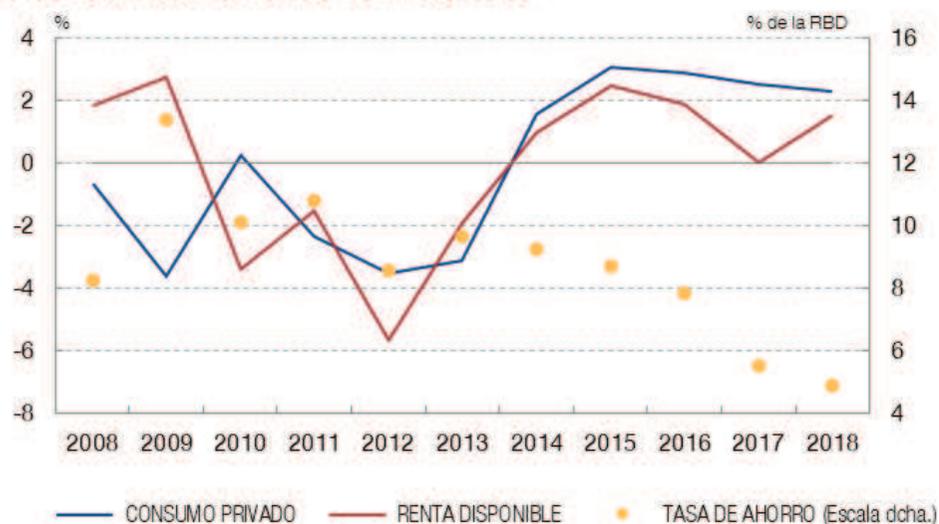


FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística, ICEX y Banco de España.

LOS SOPORTES DE LA DEMANDA INTERNA PRIVADA

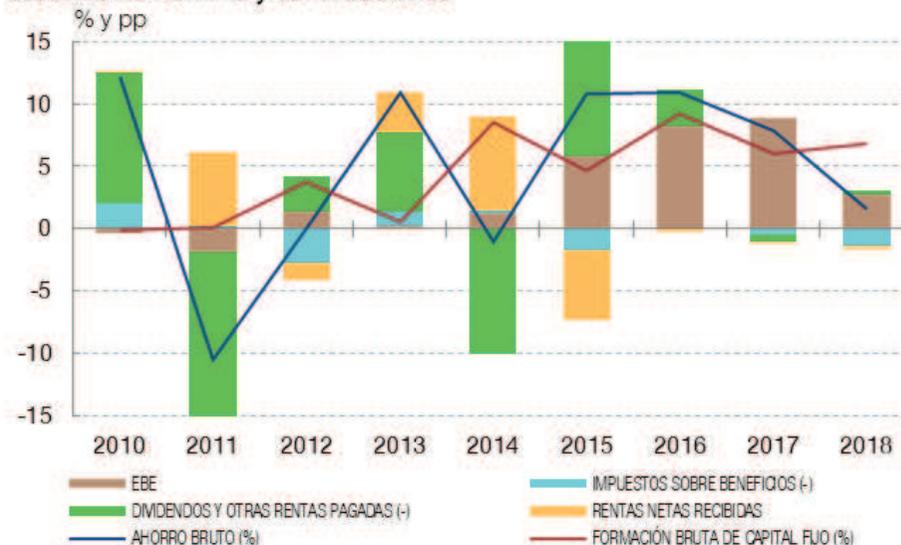
- Determinantes del gasto de hogares y empresas:
 - **Condiciones financieras holgadas:** tipos de interés reducidos, elevada accesibilidad al crédito
 - **Mejora de la posición patrimonial** de hogares y empresas –desendeudamiento– y aumento del precio de la vivienda (hogares)
 - **Rentas:** aceleración, en el caso de los hogares, por mayor crecimiento salarial y mayores transferencias de AAPP; cierta debilidad de las rentas de las sociedades
- **Consumo privado:** elevado dinamismo, en parte debido al descenso de la tasa de ahorro a mínimos históricos y al crecimiento elevado del crédito al consumo
- **Inversión empresarial:** mantuvo un buen ritmo de avance, en un contexto en que el menor dinamismo del ahorro empresarial fue compatible con el mantenimiento de capacidad de financiación del sector

EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA RENTA DISPONIBLE
Tasas de variación anuales en términos reales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

AHORRO EMPRESARIAL Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Crecimiento nominal y contribuciones

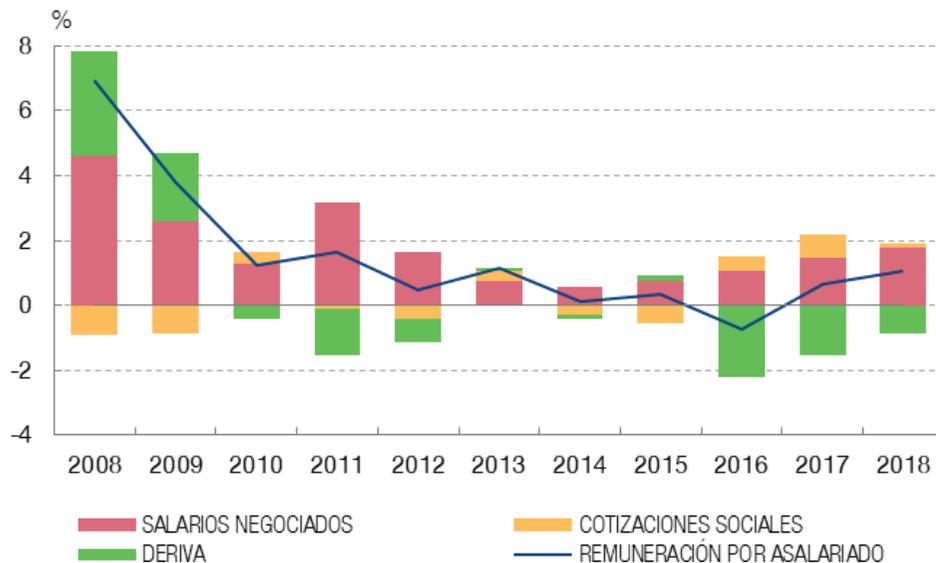


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

COSTES LABORALES AL ALZA, PERO ESCASO IMPACTO EN LA INFLACIÓN

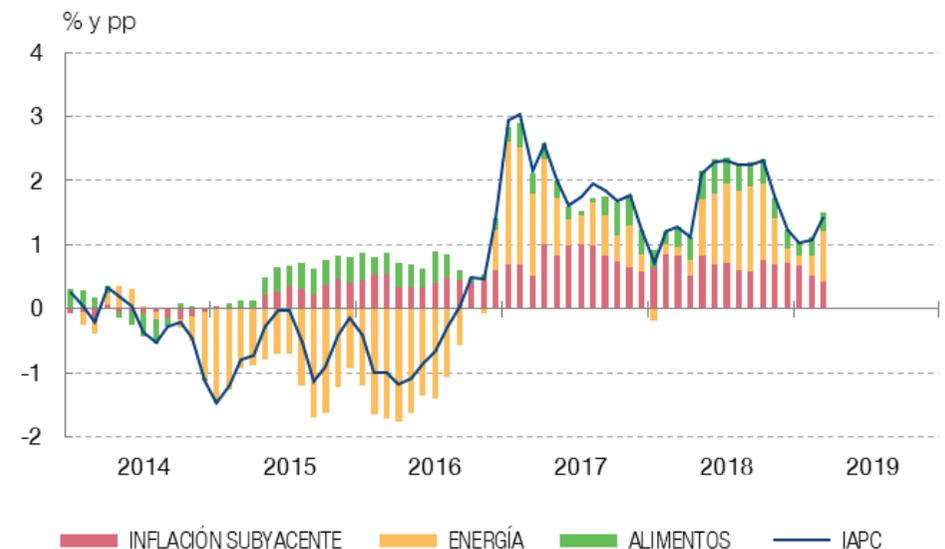
- **Cierta aceleración de la remuneración por asalariado** en la economía de mercado: 1% en el sector privado (0,4% más que en 2017)
 - Repunte de los **salarios negociados** en convenio y reducción de la **deriva salarial** negativa
- La **aceleración de los CLUs no está generando inflación**, por la moderación de los márgenes empresariales
- Las oscilaciones del precio del petróleo se han trasladado al IAPC, pero la **inflación subyacente muestra crecimientos, en general, modestos**

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN LA ECONOMÍA DE MERCADO
Crecimiento y contribuciones de los salarios negociados, deriva y cotizaciones sociales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

IAPC. CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

TOMANDO PERSPECTIVA: LOS SOPORTES DE LA RECUPERACIÓN

- Los factores clave que explican la solidez de la recuperación:
 - Políticas nacionales:
 - Reformas del **mercado de trabajo**: ayudaron a facilitar el ajuste de los costes laborales a las circunstancias de las empresas tras la crisis
 - Reformas del **sistema de pensiones**: mejoraron la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo
 - **Recapitalización y saneamiento del sistema financiero**: ayudaron a mejorar la financiación de la economía, en coste y cantidades, y a que los bancos cumplan mejor su función de intermediación de flujos financieros
 - Políticas europeas:
 - **Acciones del BCE** para reducir la fragmentación en los mercados financieros europeos
 - Lanzamiento de la **Unión Bancaria** (creación de MUS y MUR)
 - Creación del **MEDE** como instrumento de resolución de las crisis financieras en el AE
- Estos factores se han visto potenciados por otros **con un mayor grado de transitoriedad**:
 - Políticas expansivas de demanda (monetaria y fiscal)
 - Algunos factores exógenos transitorios (“vientos de cola”)

ANATOMÍA DE LA ACTUAL RECUPERACIÓN

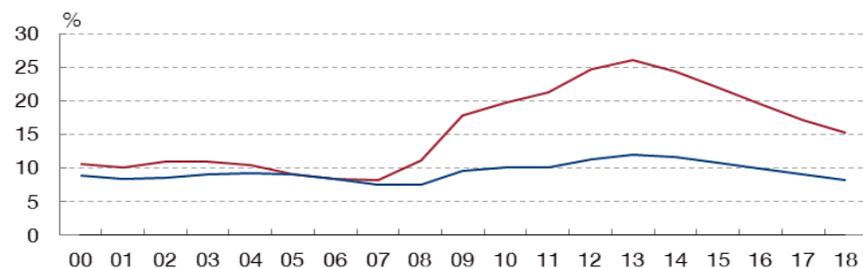
Estos factores facilitaron la corrección de los desequilibrios generados durante la fase expansiva:

- **Mejora competitiva**, que ha favorecido la generación recurrente de superávits externos.
- Intenso **saneamiento patrimonial de empresas y familias**
- Reestructuración **del sector bancario** y recuperación notable de la **calidad de sus activos**

Como resultado:

- **Elevado dinamismo del empleo**, asociado a las mejoras en el funcionamiento del mercado de trabajo
- **Un crecimiento más equilibrado**: Aumento del peso de las exportaciones y de la inversión en equipo, reducción de la participación del sector de la construcción

TASA DE PARO



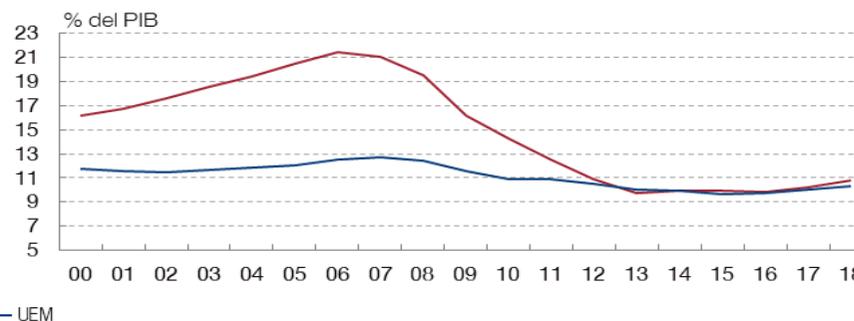
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN BIENES DE EQUIPO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCIÓN



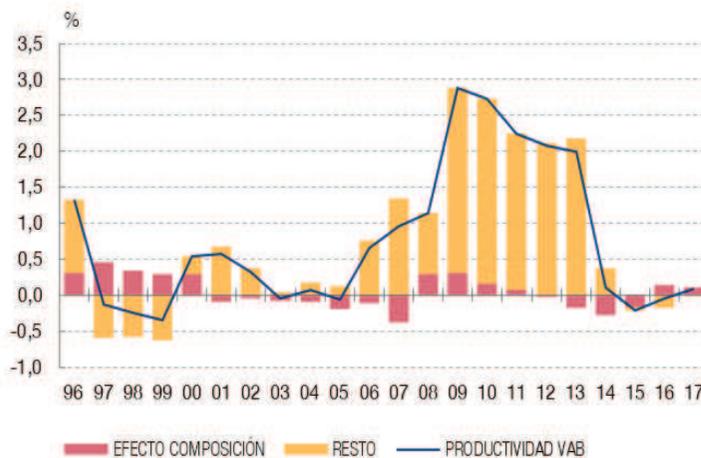
FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- A futuro, **el margen de estímulos adicionales monetarios y fiscales** es limitado, mientras que algunos “**vientos de cola**” (precio del crudo, crecimiento de los mercados exteriores, etc.) se desvanecen, al mismo tiempo que persisten importantes **focos de riesgo** (especialmente, en el entorno exterior).
- En este contexto, **reforzar la sostenibilidad de la recuperación requiere:**
 - Preservar los soportes estructurales de la recuperación y **retomar una agenda reformista ambiciosa**
 - Afrontar los retos pendientes:
 - No se ha recuperado el nivel de **empleo** previo a la crisis y el **desempleo de larga duración** es muy elevado (particularmente, para algunos grupos poblacionales).
 - No toda la sociedad ha participado por igual de los beneficios de la recuperación: el nivel de **desigualdad** (a su vez, ligado en parte al desempleo) sigue siendo elevado en comparativa internacional
 - El **alto nivel de deuda pública y de recurso a la financiación externa** constituyen fuentes de vulnerabilidad
 - El crecimiento de la **productividad** es bajo frente a otros países del entorno (y el aumento de la renta per cápita se ha basado en la mayor ocupación, pero el crecimiento de la productividad ha sido reducido)
 - El **sector bancario** debe continuar reforzando su situación financiera para confrontar de manera más adecuada un entorno crecientemente complejo y exigente

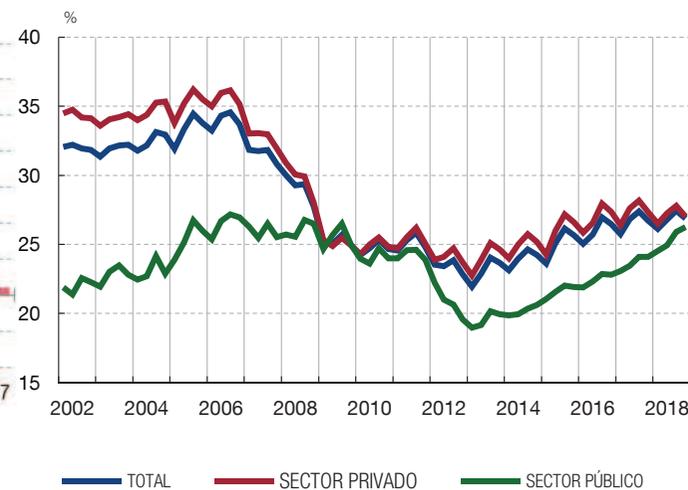
EL MERCADO DE TRABAJO

- El **proceso de creación de empleo** mantiene algunas pautas de expansiones anteriores:
 - Bajo crecimiento de la productividad**, dado que la composición del crecimiento del empleo por sectores está siendo similar a la de otros ciclos expansivos (construcción y ciertas ramas de servicios, como hostelería) (**recuadro 1.3**)
 - Escasa diferenciación de los crecimientos salariales**, a pesar de la heterogeneidad en las condiciones específicas de empresas y sectores
- El **desempleo sigue siendo muy elevado**, sobre todo para ciertos colectivos (jóvenes, mayores, poco cualificados), en los que se concentra el **paro de larga duración** -> **necesidad de mejorar la empleabilidad** de estos grupos para mitigar el **desajuste** entre las capacidades de los desempleados y la demanda de empleo
- Excesiva contratación temporal y parcialidad involuntaria** -> necesidad de medidas que aumenten el atractivo de la contratación indefinida, a la vez conservando flexibilidad para ajustar costes laborales ante perturbaciones negativas
- Algunos rasgos algo más favorables**: en 2018, estabilización de la temporalidad en el sector privado, reducción de la ratio de parcialidad, aumento de la conversión de temporales en indefinidos

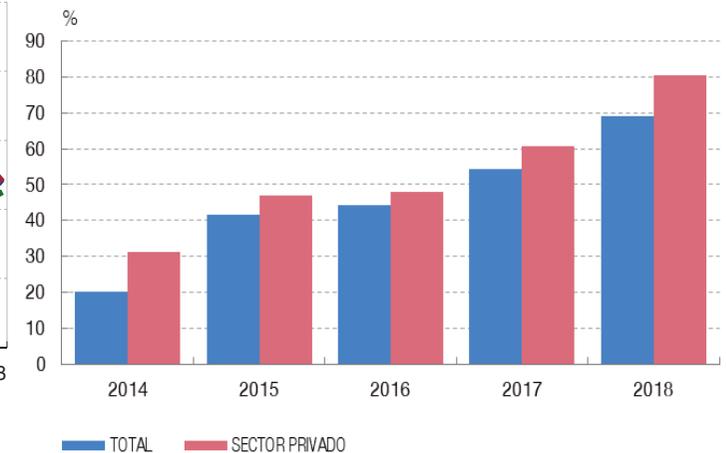
TASA DE VARIACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL VAB Y EFECTO COMPOSICIÓN



RATIO DE TEMPORALIDAD



EMPLEOS INDEFINIDOS COMO PORCENTAJE DE LA VARIACIÓN DEL EMPLEO TOTAL EN CADA AÑO



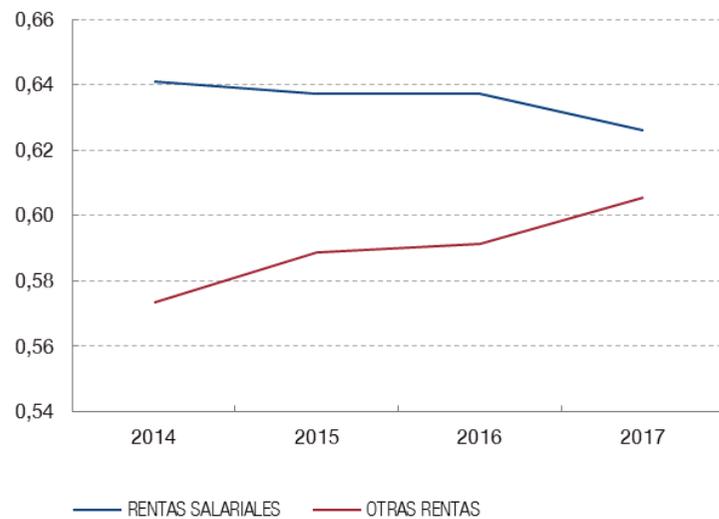
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (CNTR y EPA).

LA NECESIDAD DE CONTINUAR REDUCIENDO LA DESIGUALDAD

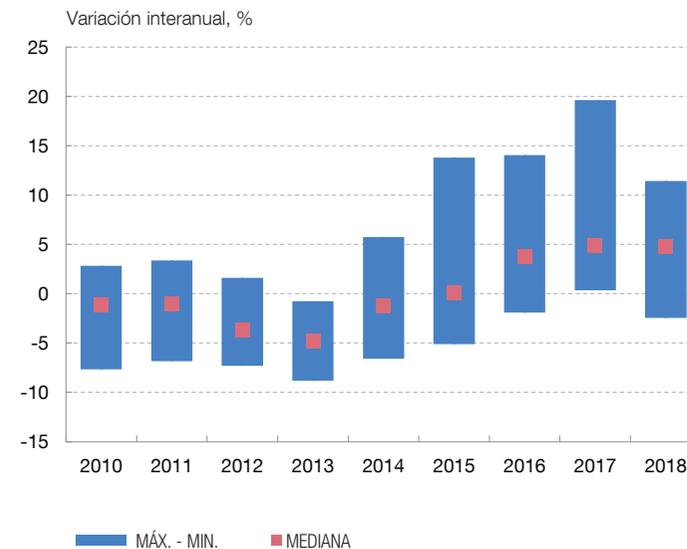
- Se han reducido los índices de desigualdad de las rentas salariales -por el aumento de las horas trabajadas-, pero la desigualdad en renta per cápita sigue siendo elevada -por el menor crecimiento de las rentas no salariales para el colectivo de menores ingresos- (recuadro 1.4)

- Para los hogares con menores recursos, a los que afectan más las debilidades del mercado de trabajo, se unen las dificultades de acceso a la vivienda, en particular, la escasez de oferta de alquiler.

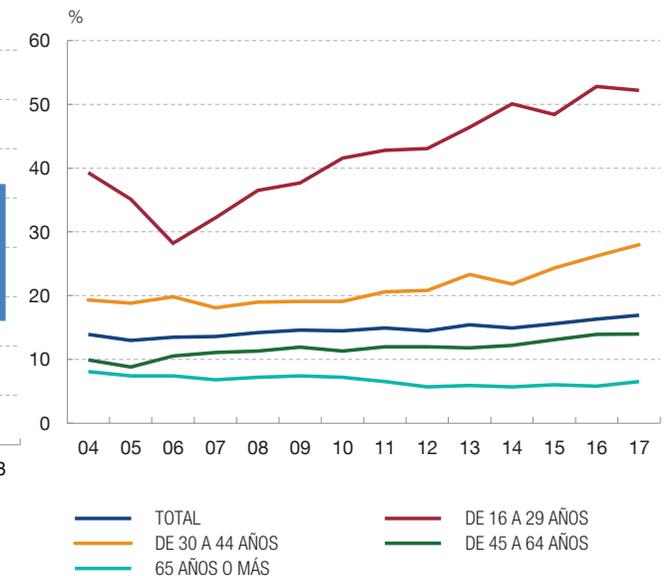
ÍNDICE DE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR



PRECIO DEL ALQUILER DE VIVIENDA



PORCENTAJE DE LOS HOGARES EN ALQUILER, POR EDAD



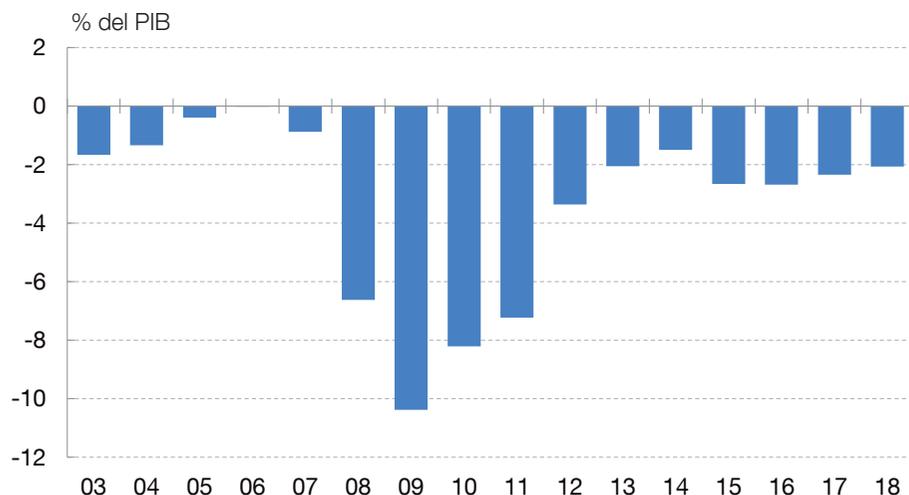
FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal, Ministerio de Empleo y Seguridad Social (MCVL), Instituto Nacional de Estadística (EPA) y Banco de España.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (ECV), Idealista y Banco de

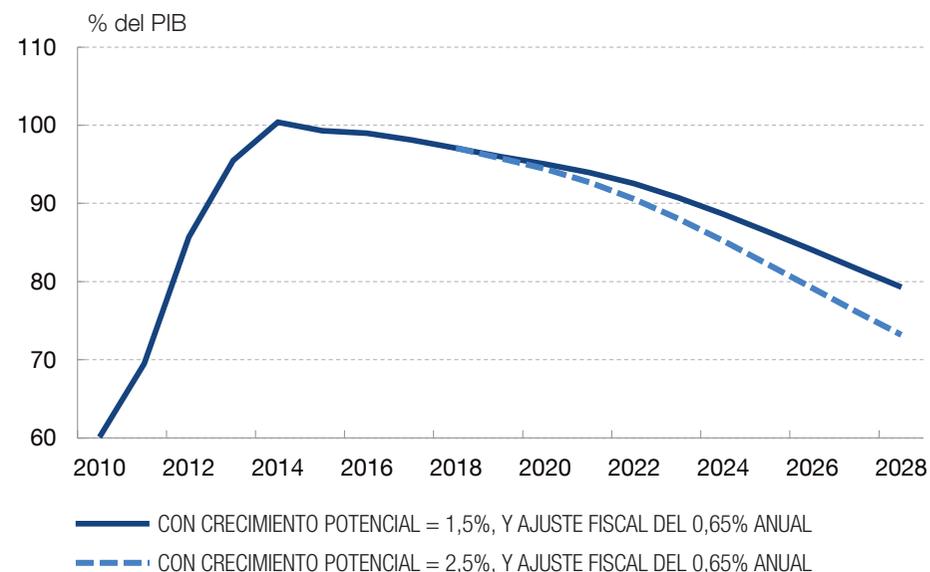
LAS CUENTAS PÚBLICAS

- La corrección del déficit público en los últimos años se ha debido al ciclo económico y a la reducción de la carga por intereses -> **apenas se han corregido el déficit estructural o la ratio de deuda sobre PIB**
- Además, entre otras consecuencias, el **envejecimiento poblacional** comportará efectos presupuestarios importantes (**capítulo 4**)
- Por ello, es necesario establecer sin demora un **programa de medio plazo de corrección de los desequilibrios fiscales** para crear margen de maniobra ante posibles escenarios adversos
- Ese programa debería ser compatible con una **revisión en profundidad de ingresos y gastos** para reorientarlos en mayor medida al crecimiento económico

SALDO ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



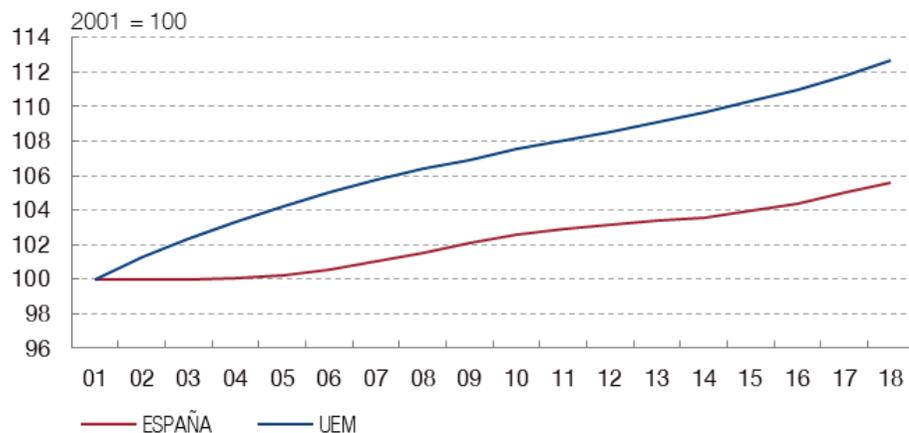
SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA EN UN ESCENARIO DE CONVERGENCIA AL OBJETIVO DE SALDO ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO



LA PRODUCTIVIDAD

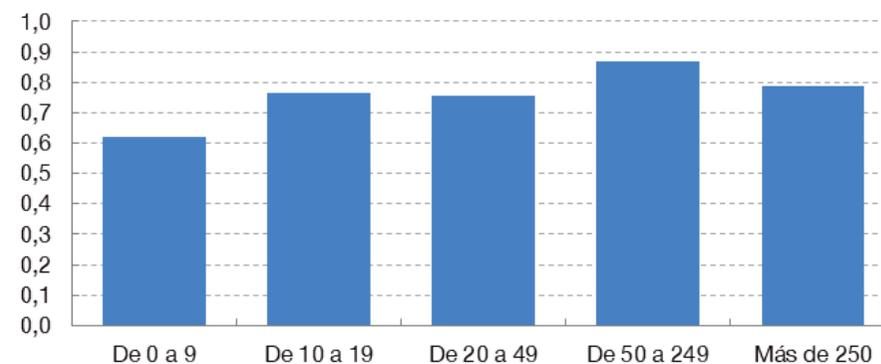
- Desde la crisis, las mejoras de competitividad se han basado en la moderación de costes salariales y financieros: **Las ganancias de productividad deben tomar el relevo**
- **En la recuperación**, las mejoras genuinas de productividad han sido **mayores** que en la fase expansiva anterior, pero aún así **modestas**:
 - La PTF ha crecido un 0,4% anual en promedio entre 2013-2018 (0,6 % en el AE)
- Estas mejoras de productividad se han debido a la **reasignación de factores a empresas más productivas**
- Pero la **productividad media de las empresas no ha mostrado avances significativos en relación al AE** (independientemente del tamaño). Entre las **causas**:
 - Déficit de **capital humano**: ha tendido a corregirse algo, por mejora del nivel educativo medio de la población
 - Déficit de **capital tecnológico**: por el contrario se amplía (lo que está relacionado con la baja inversión en I+D)
- La **excesiva temporalidad** tiene efectos negativos sobre los incentivos a la inversión en capital humano y tecnológico: Es una de las causas últimas de la menor productividad

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.

PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

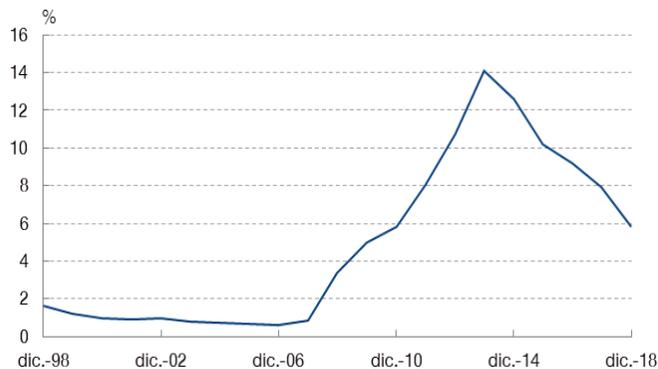


FUENTE: Eurostat.

LOS DESAFÍOS DEL SECTOR BANCARIO

- Durante la recuperación, se ha reforzado la situación financiera del sector:
 - el ciclo impulsa la mejora de la capacidad de pago de los prestatarios y la valoración de los activos -> **recuperación de la rentabilidad**
- Sin embargo, **los retos siguen siendo numerosos**:
 - la rentabilidad sigue siendo inferior al coste del capital -> **aumentos adicionales requieren reducciones adicionales de activos problemáticos y de los gastos de explotación**
 - reforzamiento de los niveles de **capital** de máxima calidad (aún inferiores a la media europea)
 - adaptación a los previsibles **nuevo entorno tecnológico y nueva estructura sectorial**
 - mejora de la **reputación**

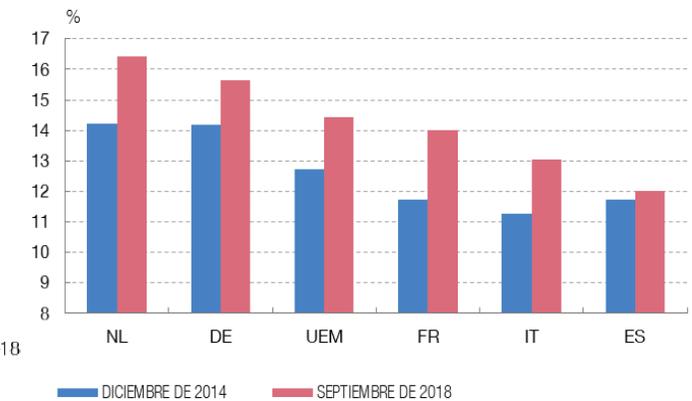
RATIO DE CRÉDITO DUDOSO DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Datos individuales. Negocios en España



ROE
Datos consolidados



RATIO CET1



- Los avances en 2018 fueron **modestos**:
 - **ampliación de funciones del MEDE** (papel en la supervisión de políticas económicas, respaldo financiero del FUR,...).
 - avances en el diseño de un **instrumento fiscal de apoyo a la competitividad y la convergencia**.
- Persisten **numerosas tareas pendientes**:
 - **culminación de la Unión Bancaria**, con un sistema común de garantía de depósitos.
 - necesidad de **avances en la Unión de Mercados de Capitales**.
 - superar la falta de consenso para la constitución de una **función de estabilización cíclica**:
 - > en general, **la creación y consolidación de mecanismos de compartición y mitigación de riesgos a nivel del área** ayudaría a paliar la actual escasez de activos seguros (idealmente, de carácter genuinamente paneuropeos).

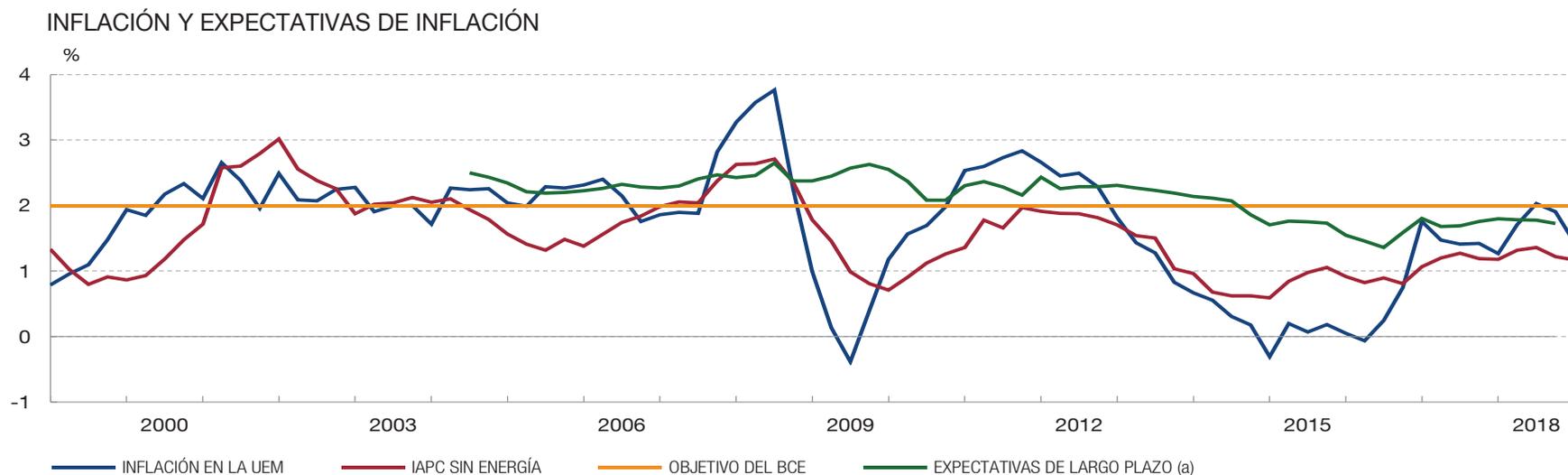
CAPÍTULO 2

LOS DETERMINANTES DE LA BAJA INFLACIÓN EN LA UEM Y EN ESPAÑA

UN ENTORNO DE INFLACIÓN persistentemente BAJA

- La inflación en la UEM ha mostrado niveles persistentemente inferiores al objetivo de política monetaria en los últimos años (en particular, cuando se excluyen los componentes más volátiles, como la energía)
- Entre los factores candidatos a explicar estos desarrollos:
 - **elementos cíclicos:** reciente etapa recesiva, precios de las materias primas
 - **elementos estructurales** (ver siguiente página)
- Una **inflación baja transitoria, pero prolongada**, puede llevar a un cierto “**desanclaje**” de las **expectativas de inflación a largo plazo**

-> Estas presentan una flexión a la baja desde 2013, y se mantienen por debajo del objetivo del BCE



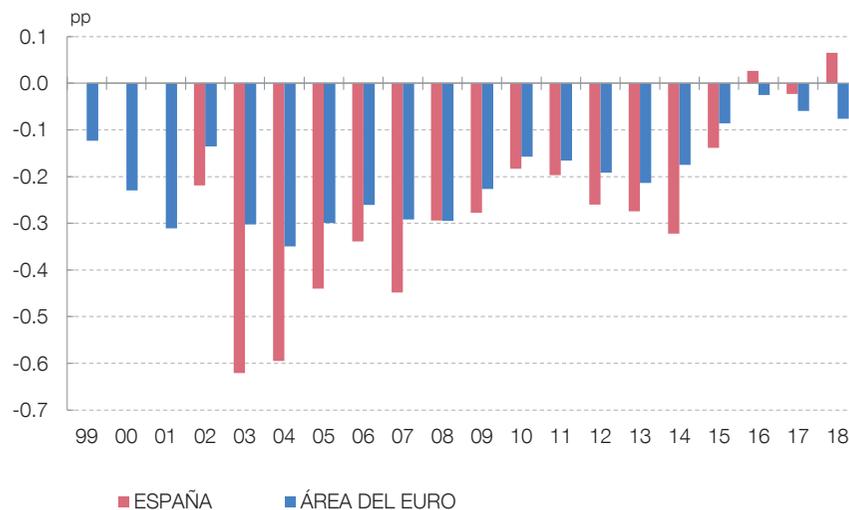
FUENTES: Eurostat y Area Wide Model Database.

a Compensaciones de inflación a 5 años en 5 años obtenidas a partir de la estructura de los tipos de interés.

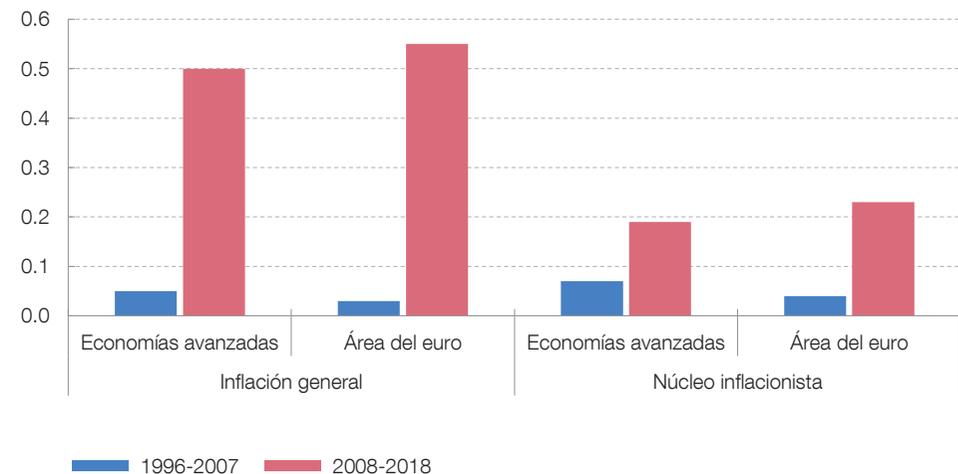
VARIOS FACTORES ESTRUCTURALES DETRÁS DE LA BAJA INFLACIÓN

- Principales factores estructurales (recuadro 2.2):
 - Consecuencias estructurales del envejecimiento poblacional (capítulo 4), entre ellas su impacto a la baja sobre el tipo de interés natural (capítulo 3)
 - Proceso de globalización (mayores apertura comercial y exposición a la competencia)
 - Impacto de nuevas tecnologías (digitalización, nuevas formas de comercio)
 - Menor incertidumbre sobre la tasa de inflación -> vinculada a la mayor orientación de los regímenes de política monetaria hacia la estabilidad de precios
- Las tasas de inflación de las economías avanzadas están cada vez más interconectadas (por la similitud de los marcos de política monetaria, por la integración comercial y financiera) (recuadro 2.3).
-> una consecuencia: la sensibilidad de la inflación al ciclo “local” disminuye frente al global

CONTRIBUCION DE LOS PRODUCTOS TECNOLOGICOS A LA INFLACION GENERAL EN ESPAÑA Y EN LA UEM



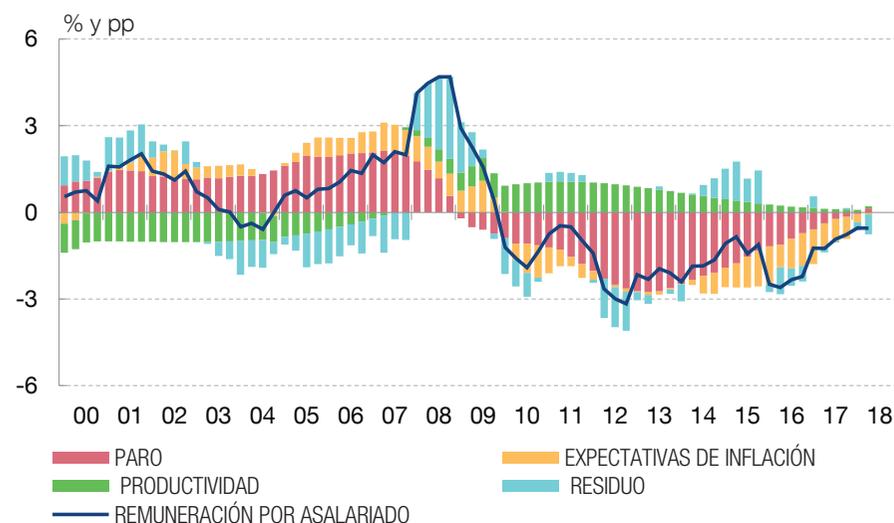
INTERDEPENDENCIA DE LAS TASAS DE INFLACION A ESCALA GLOBAL



INFLACIÓN Y DINÁMICA SALARIAL

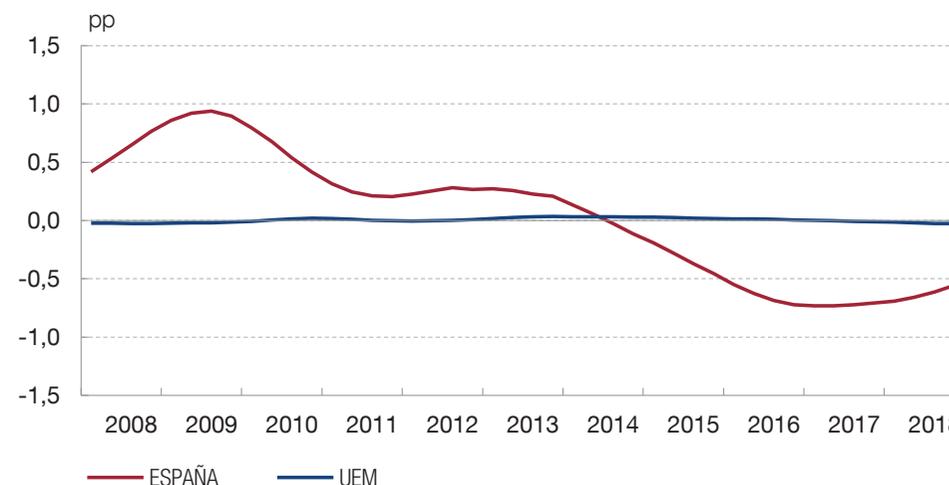
- Las causas del escaso dinamismo de los salarios en la recuperación son diversas (recuadro 2.4):
 - La elevada holgura (**desempleo**) del mercado de trabajo ha jugado un papel central.
 - Los escasos avances de la **productividad** también dificultan un mayor crecimiento salarial.
 - Las **reformas laborales** habrían contribuido a la moderación salarial al comienzo de la recuperación.
 - A partir de 2014, la **baja inflación** ha ejercido una presión negativa sobre los salarios.
 - No obstante, algunas pautas de los salarios no parecen haberse modificado (escasa diferenciación entre empresas y sectores).

DESCOMPOSICIÓN DE LA CURVA DE PHILLIPS, SEGÚN MODELOS
Desviaciones con respecto a la media del período



FUENTES: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística, Muestra Continua de Vidas Laborales y Banco de España.

MODELO JoSE - CONTRIBUCIÓN A LA DESVIACIÓN DE LA INFLACIÓN CON RESPECTO A SU OBJETIVO: SHOCKS DE MARK-UPS DE SALARIOS



FUENTE: Banco de España.

CAPÍTULO 3

EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MEDIO Y EN EL LARGO PLAZO

Las consecuencias de la severidad de la crisis para la política monetaria:

- Tipos de interés en niveles históricamente reducidos (incluso negativos)
- Tamaño de los balances históricamente elevado (compras de activos a gran escala y operaciones de provisión de liquidez, una vez que los tipos llegaron a su cota inferior efectiva – ELB-)
- Este contexto da lugar a desafíos para la política monetaria en el futuro:
 - Tipos de interés. Es probable que se sitúen persistentemente en un nivel más bajo que en el pasado (más cercano al ELB): el margen para reducir tipos ante futuras crisis será más reducido
 - > ¿cambio de estrategia para hacer frente a un ELB (cada vez) más frecuente?
 - Tamaño y composición del balance. Argumentos para mantener un tamaño elevado o alternativamente retornar a las tendencias precrisis; cuál es la composición más adecuada

OBJETIVO NUMÉRICO DE INFLACIÓN (INFLATION TARGETING) CON QUANTITATIVE EASING (QE) Y FORWARD GUIDANCE (FG)

Esta es la estrategia actualmente seguida por los principales bancos centrales (BCs)

QE: usar el balance del BC para afectar los tipos de interés de medio y largo plazo

FG: comunicar los detalles sobre la futura política monetaria para afectar las expectativas de inflación

ELEVAR EL OBJETIVO DE INFLACIÓN

Aumentar el objetivo de inflación del 2% actual al 3 o 4%

- Es equivalente a elevar el tipo de interés nominal en el largo plazo y por tanto la distancia respecto del ELB

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA PARA REDUCIR LA INCIDENCIA DEL ELB

OBJETIVO DE NIVEL DE PRECIOS (PLT)

Establecer el objetivo de política monetaria en términos de una senda del nivel de precios (en lugar de su tasa de variación -es decir, la inflación-)

- Esto implica que las tasas de inflación por debajo del objetivo tienen que compensarse con tasas superiores al mismo durante un tiempo
- Las expectativas de inflación temporalmente superior reducen el tipo de interés real y empujan la demanda agregada

PLT TEMPORAL

Operar un PLT solo durante episodios en los que el ELB es vinculante y la inflación cae por debajo del objetivo

En tiempos normales se mantiene el objetivo de inflación

Una evaluación cuantitativa apunta a posibles ventajas del PLT (recuadro 3.3).

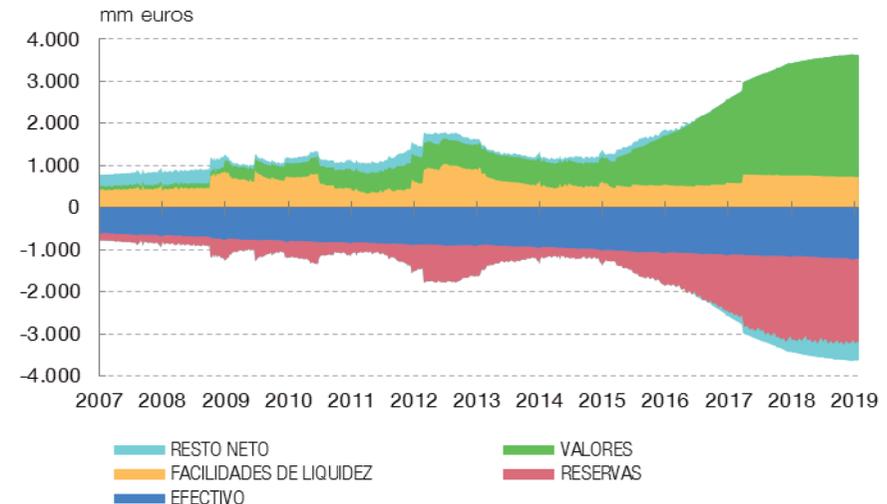
¿BALANCE DEL BANCO CENTRAL GRANDE O PEQUEÑO?

- Las políticas de QE han dado lugar a una expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales -> tránsito de los tipos interbancarios de un sistema 'pasillo' (cuando no había exceso de reservas) a uno 'suelo' (por el exceso de fondos prestables)

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y EL EONIA



2 BALANCE DEL EUROSISTEMA



FUENTE: Elaboración propia, en la que se ha empleado el modelo JoSE.

- Los bancos centrales deben decidir si mantienen el elevado tamaño del balance o lo reducen hasta niveles pre-crisis – o equivalentemente si permanecen en el sistema suelo o vuelven al sistema pasillo- (recuadro 3.4). Con respecto a la primera opción:
 - Ventajas: baja volatilidad de tipos de interés a c/p, puede contribuir a mejorar la estabilidad financiera, mayor margen para hacer frente a desarrollos adversos
 - Desventajas: introduce distorsión no justificada en la curva de tipos de interés, aumenta los riesgos patrimoniales para el banco central

- *QE* y *forward guidance* pueden ayudar en futuros episodios de *ELB*
 - Pero si el problema de bajos tipos naturales persiste, puede ser necesario replantear la estrategia de política monetaria
 - Cambios de estrategia política monetaria son de hecho comunes en las economías avanzadas (ECB 2003, Fed 2012,...)

- El sistema suelo presenta algunas ventajas
 - La Reserva Federal ha decidido mantenerlo
 - En el área del euro sería posible preservarlo con un volumen de reservas inferior al actual

CAPÍTULO 4

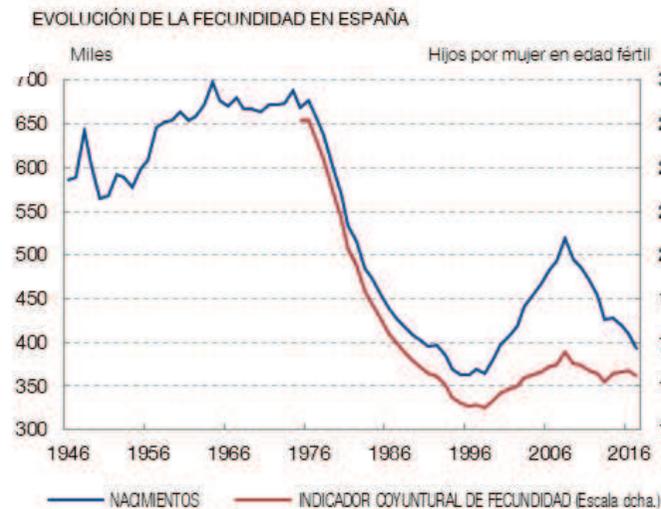
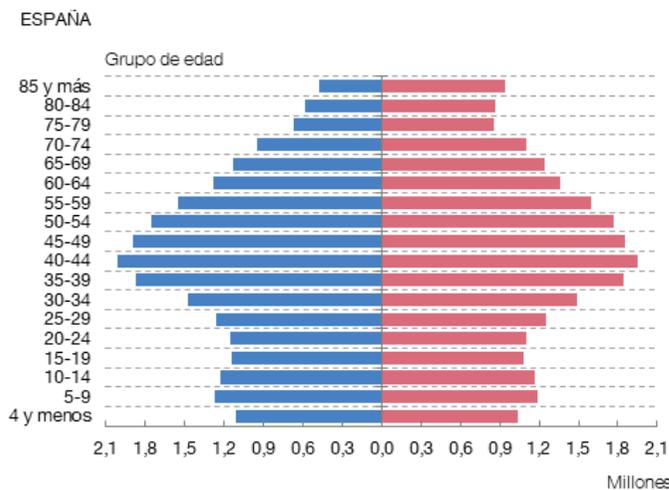
CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS

HACIA UNA SOCIEDAD MÁS ENVEJECIDA

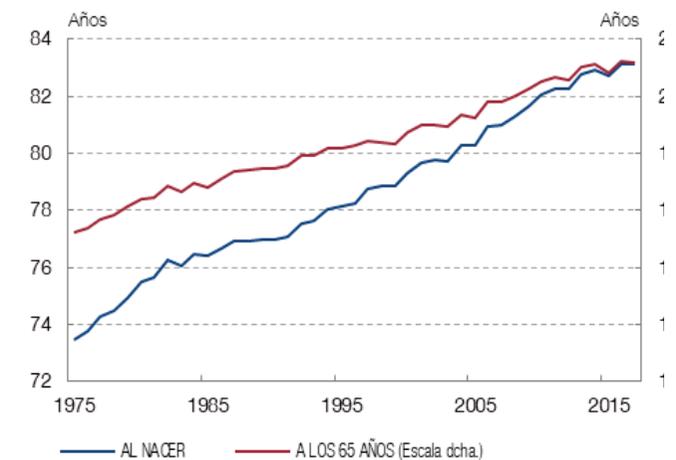
- Disminución de la natalidad
- Aumento continuado de la longevidad
- Jubilación de *baby boomers*



La ratio de población mayor de 65 años sobre población en edad de trabajar se duplicará en 2050



1 EVOLUCIÓN DE LA ESPERANZA DE VIDA EN ESPAÑA



FUENTES: Comisión Europea, Naciones Unidas y Banco de España.

- Estos cambios demográficos tienen **consecuencias importantes**:
 - **sobre la oferta y la demanda agregadas de la economía**: afectarán al consumo, a la inversión, al empleo, a la productividad y a la formación de salarios y precios
 - **sobre el diseño de las políticas económicas**

LAS MÚLTIPLES IMPLICACIONES ECONÓMICAS DEL ENVEJECIMIENTO

DEMANDA AGREGADA

- Cambios en las pautas de ahorro y consumo
- Disminución de la inversión y cambios en su composición (más intangibles, menos equipo y vivienda)
- Flujos internacionales de capital hacia países con poblaciones menos envejecidas (por mayores rentabilidad del capital y crecimiento de la productividad)

OFERTA AGREGADA

- Reducción del crecimiento potencial por:
 - Menor crecimiento del empleo
 - Posible impacto negativo sobre el crecimiento de la productividad
- A futuro: cambios tecnológicos potencialmente muy disruptivos (robots, IA) interaccionan con envejecimiento -> ↑ productividad, ↓ innovación -> necesidad de políticas formativas

EFFECTOS DE LA EVOLUCIÓN DEMOGRÁFICA

POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL

Alteración de la eficacia de las políticas de demanda

- Monetaria:
 - Prevalencia de menores tipos de interés
 - Mayor aversión a la inflación
- Fiscal:
 - Alteración del nivel y composición de ingresos y gastos
 - Alteración de los multiplicadores fiscales

POLÍTICAS SOCIALES

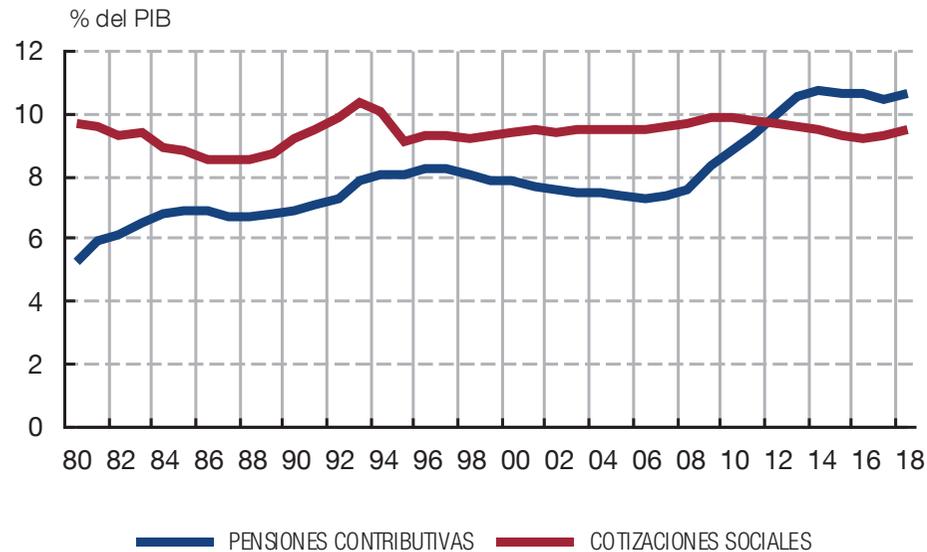
- Aumento notable del gasto en pensiones, sanitario, dependencia -> necesidad de reformar el sistema público de pensiones
↓
- Pero los gastos se financian con transferencias de rentas entre generaciones -> las reformas afectan al bienestar de las generaciones presentes y futuras
↓
- Búsqueda de modelos que distribuyan costes con equidad intergeneracional

ENVEJECIMIENTO Y PENSIONES

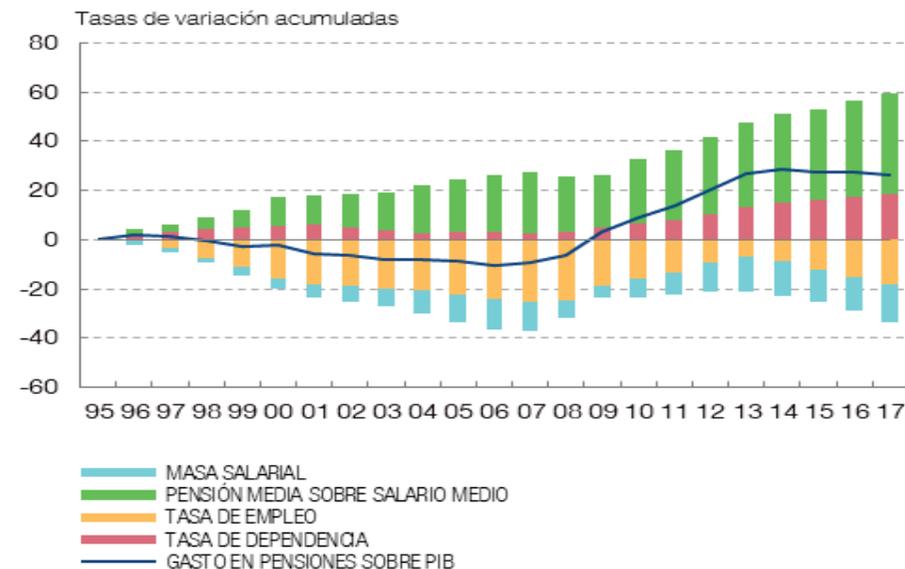
Las cuentas de la Seguridad Social registraron déficits crecientes a partir del año 2011, situándose en el 1,5% del PIB en 2018:

- **Gasto en pensiones sobre PIB:** incremento que se explica por el **aumento de la tasa de dependencia** y de la **ratio entre pensión media y salario medio**
- **Recaudación por cotizaciones sociales sobre PIB:** ligera caída desde la crisis por menor masa salarial

INGRESOS POR COTIZACIONES Y GASTO EN PENSIONES



1 EVOLUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL GASTO EN PENSIONES



16 18

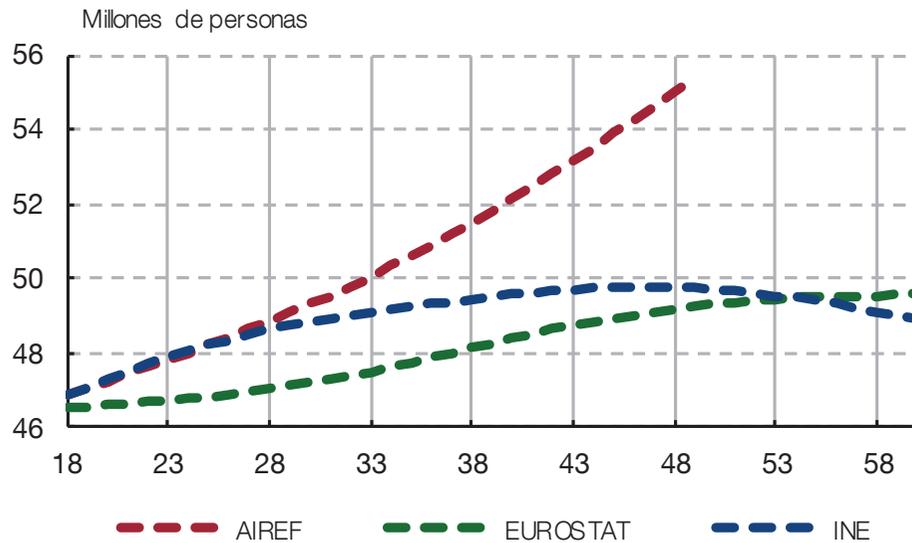
Fuente: Seguridad Social e INE

HACIA UNA TASA DE DEPENDENCIA (SUSTANCIALMENTE) MÁS ELEVADA

La **tasa de dependencia** en España se duplicará en las próximas décadas.

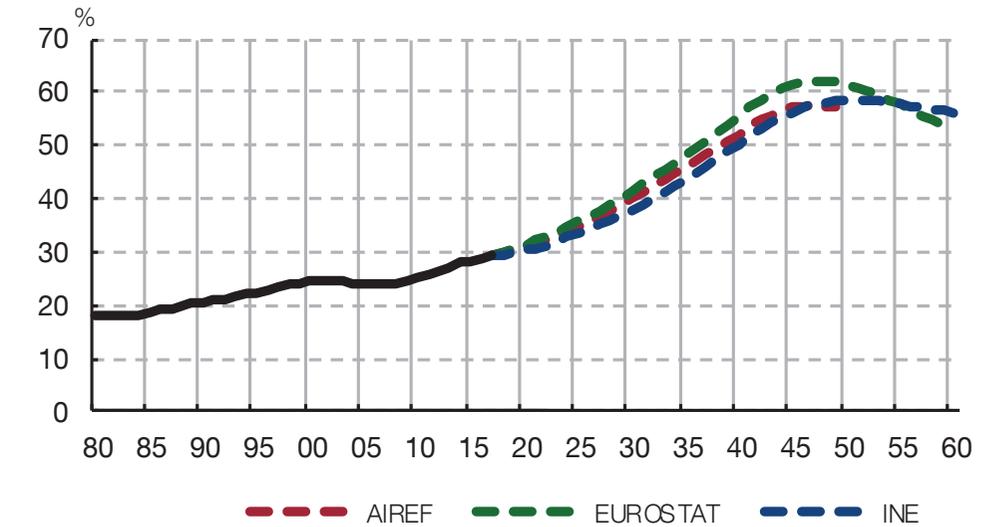
- Manteniendo el resto de factores constantes, la **evolución demográfica implicaría un aumento del gasto en pensiones entre 7,6 y 13,5 pp de PIB en 2050** (escenarios en el percentil 20 y 80 de la AIReF, respectivamente).

1 PROYECCIONES SOBRE LA POBLACION TOTAL



Fuente: INE, AIReF y Eurostat

2 PROYECCIONES SOBRE LA TASA DE DEPENDENCIA: (POBLACIÓN +65 SOBRE 15-64)



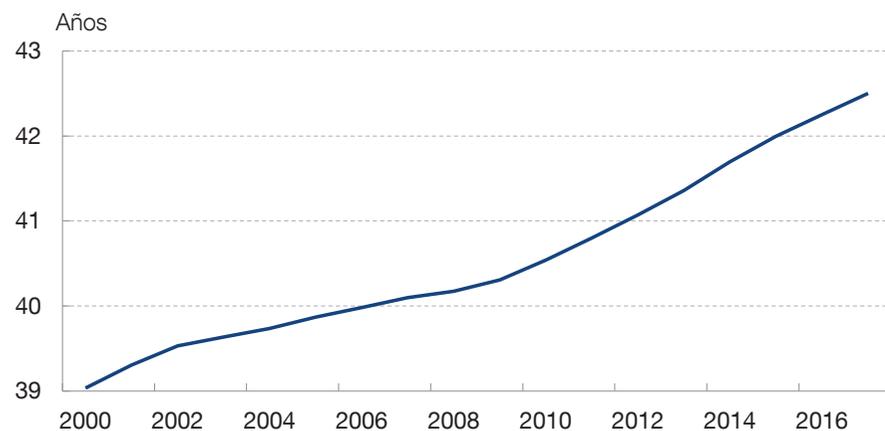
Fuente: INE, AIReF y Eurostat

LA NECESARIA REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES

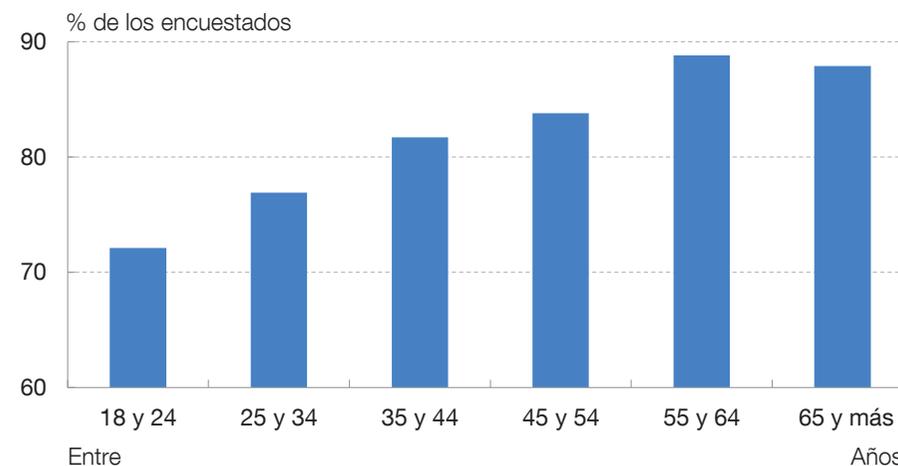
Pilares básicos para una reforma:

- **Sostenibilidad financiera y social:** es necesario un mecanismo automático que garantice el equilibrio financiero, una vez incorporadas las preferencias sociales sobre el grado de suficiencia del sistema.
- **Contributividad, predictabilidad y transparencia:** Los beneficiarios deben contar con información clara y detallada sobre sus derechos futuros para poder planificar con suficiente anticipación
- **Equidad intergeneracional:** Distribución equitativa de los costes y beneficios entre las generaciones actuales y las futuras, en un contexto demográfico tendente a favorecer medidas que se financien mediante transferencias intergeneracionales a favor de la población con mayor edad

EVOLUCIÓN DE LA EDAD MEDIA EN ESPAÑA



PARTICIPACIÓN ELECTORAL, POR EDAD

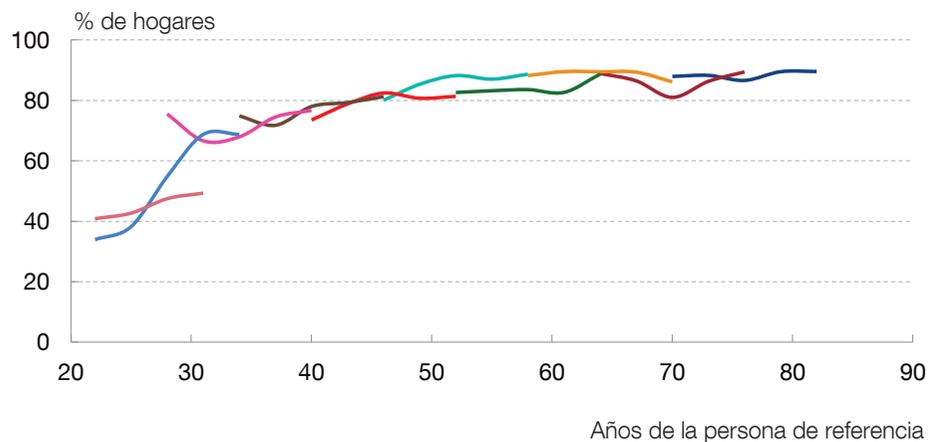


LA COMPOSICION DE LA RIQUEZA A LO LARGO DEL CICLO VITAL

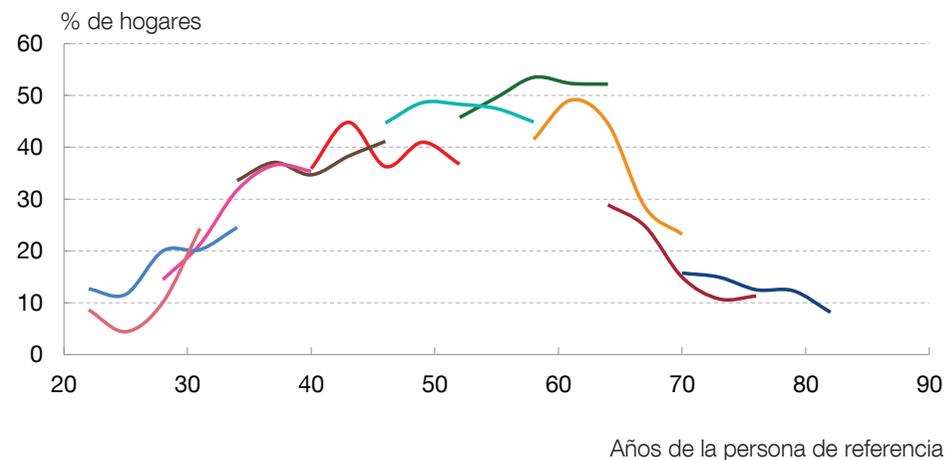
El papel central de los activos inmobiliarios en el ahorro de las familias

- Un porcentaje muy elevado de los hogares españoles son **propietarios de su vivienda principal**.
- La vivienda gana peso en las carteras de activos conforme aumenta la edad, **reduciendo el grado de liquidez de la riqueza del hogar**, especialmente en los niveles de renta más bajos.
- Existe margen para que la innovación financiera posibilite, en mayor medida que hasta el momento, **la conversión de riqueza ilíquida en rentas corrientes**, en las edades más avanzadas.

DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA PRINCIPAL, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR



DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS EXCLUYENDO RENTA FIJA Y DEPÓSITOS, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR



1932-1934 1938-1940 1944-1946 1950-1952 1956-1958
1962-1964 1968-1970 1974-1976 1980-1982 1983-1985

